全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

郑宏泰 黄绍伦 著



香港股史

1841-1997

東方出版中心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

香港股史

1841—1997

郑宏泰 黄绍伦 著

東方出版中心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

香港股史：1841－1997/郑宏泰，黄绍伦著.—上海：东方出版中心，2007.1

ISBN 978-7-80186-616-5

Ⅰ.香… Ⅱ.①郑…②黄… Ⅲ.股票—证券交易—经济史—香港－1841～1997 Ⅳ.F832.9

中国版本图书馆CIP数据核字(2006)第154395号

本书原由三联书店（香港）有限公司出版，现经由原出版公司授权东方出版中心在中国内地出版发行。

登记号：09-2006-840

香港股史 1841 － 1997

出版发行：东方出版中心
地　　址：上海市仙霞路345号
电　　话：021-62596195　62597596
邮政编码：200336
经　　销：新华书店上海发行所
印　　刷：昆山市亭林印刷有限责任公司
开　　本：787×1092毫米 1/16
字　　数：540千字
印　　张：36.75　插页：24
版　　次：2007年1月第1版第1次印刷
ISBN 978-7-80186-616-5
定　　价：50.00元

版权所有，侵权必究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进 https://www.7help.net

作者简介

郑宏泰博士，现任香港大学亚洲研究中心助理教授（研究）。

郑博士先后在香港大学考获工商管理学士、哲学硕士及哲学博士学位。

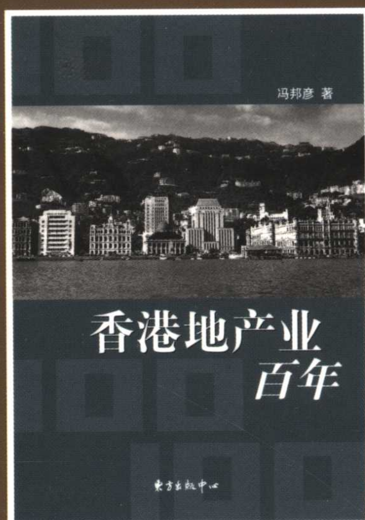
主要从事华人家族企业传承、香港潮州人及米业、香港华人身份认同、香港股票市场、香港及澳门社会调查与分析等研究。

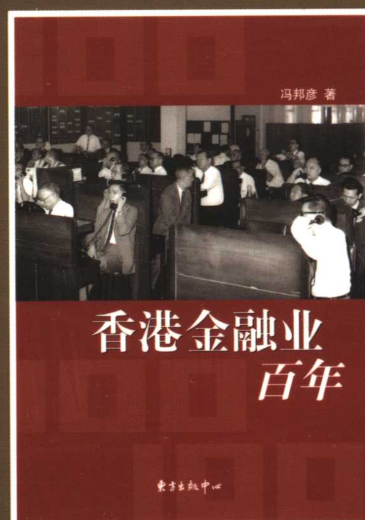
黄绍伦教授，现为香港大学亚洲研究中心主任。

黄教授先后在香港大学及香港中文大学取得社会科学学士及硕士，之后负笈英国牛津大学，完成文学硕士及哲学博士学位。

主要从事企业家精神、华人社会文化、移民现象、香港社会调查与分析等研究。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net





出 版 人：祝君波
责任编辑：高国徽 刘挺
封面设计：DESIGN 工作室

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

前言

1991年1月28日至2月18日，当邓小平视察上海的经济及金融发展情况时对身边的官员说："金融很重要，是现代经济的核心。金融好了，一着棋活，全盘皆活。"(邓小平，1993：366)作为一个共产党人，邓氏能对资本主义社会说出如此精辟的见解，不但令身边的官员茅塞顿开，也令中外学者大感惊讶。事实上，在西方的资本主义世界，金融业的成熟与否，一直被看做是量度社会发展的重要标准。

一谈到香港国际金融中心的地位，很多人会很自然地联想到极为活跃的股票市场。如果说金融是现代经济的核心，那么说股票市场是金融的核心，相信不会有很多人反对。事实上，香港从一个细小而荒芜的小岛，发展成今日的世界第三大股票市场，过程的曲折和多变，实在非三言两语可以说得明白，而深入而系统地去分析金融资本主义制度在香港扎根的始末，却肯定可以填补历史上的空白，为相关的研究提供一个讨论的平台。

当我们深入回顾香港股票市场在过往一个半世纪的发展和演变时，我们会发觉它与香港的商业经济、社会民生、政府管治及华洋竞夺之间，有着极为密切的关系。换言之，通过追溯香港股票市场的历史，我们或者可以窥看香港商业兴替及社会蜕变的一鳞半爪，甚至能够搜寻政府管治及华洋资本竞夺之间的一些蛛丝马迹，让那些有兴趣了解香港历史发展的读者，从另一角度体味香港的成功之道。

自1841年1月26日香港割让给大英帝国到1997年7月1日交还中国政府，期间除1941年12月24日至1945年8月15日的3年8个月曾经陷于日军之手外，英国政府统治香港前后长达153年之久。在今天

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

看来,香港的经济虽然极为发达,但过往一个半世纪的发展却非一帆风顺、无惊无险。至于今日股票市场的兴盛,同样是克服无数风浪及障碍后的结果。回头细看,我们发现股票市场的发展,与香港历史、商业和社会的演进,有着密不可分的关系。

18世纪末,曾经盛极一时的满清王朝,已因吏治日坏、经济衰退及社会矛盾激化而逐步走上没落败亡之路。就在清室不思进取而国力急坠之际,由欧洲远渡而来,一手拿着鸦片,另一手拿着火枪的英国帝国主义者,则高举贸易的旗帜,并在"游说"清廷开放市场不果之后大动干戈,在1840年以武力攻打中国,是为中、英之间的第一次鸦片战争,至于香港(港岛)则在俟后的《南京条约》中正式割让给英国。

香港开埠,商业渐兴,而聚居的人口也从四面八方涌来,并逐步由小渔村发展成华洋混杂、中西交汇的贸易转口港。事实上,当英军在1841年1月强行登陆香港岛时,尾随的英资商人已如蚁附膻般一拥而入,并立即物色有利发展的地段,建立据点,再借本身与英国政府间千丝万缕的关系,迅速而全面地垄断并控制了香港的政治核心、经济资源及商业利益。

在一个自然及土地资源尚未开发而基础设施又如此匮乏的地方,英商巨贾很快便明白单靠一己有限的人力及财力,实在是势孤力薄,很难有所作为,而发行股票、公开征集资金,用以发展业务的金融(资本主义)概念,也随之由欧洲引到香港。换言之,股票市场的出现及逐步建立,其实是那批追名逐利、敢于探险的英资商人利用别人资本作为开拓自己个人事业的一种手段。

开埠前,由于港岛周围经常有海盗出没,居民不多,而居民亦主要以捕鱼、耕种为业,社会结构极为简单。随着英人进驻和经济开发,散居于香港四周的民众,也陆续因英商急需物资及服务而涌到香港谋生,成为推动香港经济发展的最基本力量。由于香港的重要经济资源及商业利益已给英商巨贾霸占,华人和一些小本经营的华商,往往只能跟随其后,并依附在洋人、洋商身上,以出卖劳力或提供简单服务为生。

香港开埠后便被定位作沟通东西的"自由贸易港"(free trade port)。正因如此,早期的集资及商业活动,也大多与贸易有关。举例说,由于转

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

口贸易需要银行兑汇、水火保险、轮船运输、燃料及码头货仓等相关支援和服务，香港上海汇丰银行、于仁船坞、粤港澳轮船、华商保险、香港黄埔船坞及香港煤气等老牌“公众公司”(即日后的上市公司)，便应运而生，并使香港日渐发展成日后依赖转口贸易的格局。

当进出口贸易正式展开之后，英商巨贾及英国政府便日渐意识到单靠港岛一隅，实在无法满足他们的需求，因而再次制造借口，挑起其他争端。九龙半岛及新界大片土地于 1860 年及 1898 年的相继被霸占和攫取，虽然暴露了满清王朝的腐败无能和英国政府的贪得无厌，但同时也带出一个不争的事实——香港的版图增大了。由于版图的增大，香港的天然资源和综合竞争力也提升了，而这恰恰正是香港日后崛起的重要基础。

随着人口、领土及资源的急增，香港的经济实力也迅速壮大，至于公众公司的数目也愈来愈多，一些制造工业如香港雪厂、中华火车糖厂、香港麻缆厂、彭湛采矿及霹雳采矿等，亦陆续在香港出现。对股票市场而言，日渐活跃的经济活动自然引来更多的企业集资及股票买卖。事实上，到了 19 世纪末，香港股票市场的交易数额和规模，已经有了很大的突破。另一方面，由于在港聚居、工作及贸易的华人愈来愈多，华人社会的组织、结构及力量，也日渐从凝聚中壮大起来，至于过往一直处于附属位置的华商，也因财富和竞争力与日俱增而引起了英国政府及洋商的注意。

随着香港人口、社会、商业网络及经济实力的不断壮大，一些以本港为基地的公众公司如香港九龙货仓、香港电灯、山顶缆车、香港电车、青洲英泥、均益仓、屈臣氏、香港大酒店、香港置业及地产代理、东亚银行、天星小轮、华人置业、中华娱乐及牛奶公司等，也在竞争激烈的商业环境中日渐成长起来，成为香港商业及经济的重要组成部分。

作为中国固有的领土，就算在英国人的统治之下，香港与大陆仍然维持着密不可分的关系。单在商贸方面而言，香港一直是中国通往世界或世界进入中国的重要管道。举例说，内地的土特产、副食品或手工艺制成品等，绝大部分都是经香港出口的；至于欧美及东南亚一带的特产、医药或工业制品等，同样是通过香港入口的。作为中西贸易的重要桥梁，香港在中国近代历史上的中介地位，既重要又突出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

由于香港位处通往欧洲的国际航道之上，又是前往南洋(即东南亚)及澳洲等地区的“必经之路”，在处理货物、资金及乘客往来的问题上，自然拥有绝对的优势。举例说，由于晚清末年农村破产，大量华南沿岸地区乡民便取道香港前往新、旧金山及南洋一带谋生。而这些华人在海外的积蓄兑汇、物资供需以及与家乡亲人的音讯往来，同样由香港商人代劳。香港沟通内外、联系东西的中间人角色和商业网络，从此时起便逐点逐滴地建立起来。

由于香港开埠不久即发展股票市场，并且日趋开放和成熟，当日后一些欧资商贾在香港或其他地方发展业务而需要资金时，便会跑来香港筹集。举例说，在19世纪80年代，当英资商贾计划在马来亚半岛开采矿产及种植橡胶等业务时，香港的股票市场便变成他们筹集资金的其中一个重要地方。到了20世纪二三十年代，当有企业计划在菲律宾、澳洲或南美洲等地采矿时，香港同样变成他们融资的其中一个场所。这些背景及渊源，其实正是香港日后崛起成为亚洲金融中心的重要元素。

有一点值得注意，每当内地的政局出现动荡不安如早期的太平天国之乱，后期的军阀割据及再后期的日军侵华时，香港便会变成资金、企业及人民的避难所。正因如此，在20世纪三四十年代，一些生产基地设在大陆的纺织厂如怡和纺织、龙公茂纺织、广益纺织、新星纺织、扬子浦纺织、国际纺织、苏浙纺织及永安(上海)纺织等，便选择在香港上市。通过这种模式的上市，企业既可筹得资金，发展业务，又可以为中国大陆不明朗的政治前景“购买保险”，达到“进可攻、退可守”的效果。

另一方面，自19世纪60年代开始，由于农村经济濒临破产、饥荒连年，大批粤闽沿海地区的乡民乃取道香港，漂洋出海，前往东南亚及新、旧金山(即澳洲及美国檀香山)等地区谋生。虽然这些华工(俗称“猪仔”)在外地受到非人对待，并承受种种压迫和剥削，但他们却将微薄的工资或收入储下来，并通过香港汇回家乡，接济亲人、买田建屋。正因如此，香港便逐渐蜕变成联系海内外华人的资金集散中心。

从贸易转口港的角度上看，第二次世界大战之前，由于有湛江、广州、汕头、上海、宁波、泉州及天津等沿海港口的相互竞争，香港的地位尚且未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

见十分突出。但是,日本投降、国共内战再次爆发及共产党建立中华人民共和国后,在西方贸易禁运政策的影响下,香港与内地各城市的发展差距便迅即扩大。举例说,由于转口贸易戛然而止,香港在大批难民、企业家及机械设备群集之下进入了工业化,并在西方经济复苏需求的带动下迅速成长。可是,中国大陆则因竖起围幕及发生连串政治运动而使生产停顿,国家发展裹足不前。

由于生活水平提高,流行文化兴起,香港的本土意识因而滋生孕育,至于内地与香港两地交往接触大减,政治经济发展差距拉大,又使香港与中国大陆沿海城市形成强烈对比。另一方面,香港股票市场在 20 世纪 70 年代初突然开放,华资企业因而获得有利的发展空间,并迅速崛起成为香港经济的主体力量,至于整体营商环境及社会结构的重大蜕变,则使香港一跃而成世界级的金融中心。

踏入 80 年代,与世界隔绝接近四分一个世纪的中国大陆,终于打破框框条条,并以“摸着石头过河”的心态推行改革开放政策。作为联系海内外华人社会并与西方世界有着紧密接触的香港,再度担当起沟通东西方的中介角色,既为中国政府这项新政策充当“盲公竹”,引领中国企业走向世界,又为外资企业作向导,协助他们开拓国内庞大的市场。另一方面,经过连年不断的谈判后,中、英两国最终就香港的主权问题达成协议。到了 1997 年 6 月 30 日,英国政府将会结束在香港的统治,而中国政府则会在那时起恢复行使香港的主权。结果,在持续不断的改革开放浪潮中,香港进入了“过渡期”。

面对中国改革开放和主权回归的重大变局,香港的社会、商业及股票市场在八九十年代均作出了重大的调整和适应。由于担忧 1997 年 6 月 30 日后失去政治后台,以怡和集团为首的部分英资企业先后放弃在香港股票市场上市的地位,将企业注册地迁往百慕大或伦敦,而羽翼已丰的本地华资企业则乘势而起,再借收购合并等重要金融财务技巧将企业实力壮大。另一方面,经过连串整顿重组的中资及国有企业如上海石化、仪征化纤、昆明机床、广州广船、青岛啤酒、马鞍山钢铁、东方电机、天津渤海化工及北人印刷等,亦先后涌到香港,利用香港股票市场上市集资,为进一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

步推动中国经济发展注入动力。

从历史的角度看,"九七回归"绝对是一件大事。随着港英当局统治时代的结束及中国经济的进一步开放,香港虽然遇到无数发展机会,但同样面对不少挑战。举例说,第二次世界大战之前沿海城市相互竞争的格局便已重新出现,至于上海及深圳股票市场与香港股票市场之间的暗中较劲,同样不容低估。另一方面,在全球一体化浪潮下,香港的股票市场同样必须承受外围不明朗因素的冲击和干扰。

从香港股票市场的发展过程中,我们可以清晰地看到它与香港历史、商业及社会的演进,步履颇为一致。也就是说,当中国以至世界局势出现重大转变时,香港的前途和命运同样会出现转变,而股票市场也会立即作出反应,并反过头来牵动整体经济及商业的发展步伐,至于整体社会的治乱兴替,也会随之起伏变更。换言之,从股票市场跌宕起落、峰回路转的故事中,我们多少可以看到香港历史、商业及社会发展过程中的一些轨道和足迹。

最后,我们需要指出,由于本书牵涉很多公司、组织及个人名称,而报章上的翻译又不尽一致,因此我们在沿用并保留一些常见名称之余,对于那些不常见且没有特定译名的,则只好采用自己的翻译方法。虽则如此,我们会在这些名称初次出现时,附上英文名称,以资识别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

目录

前言 1

第一章 香港开埠与企业集资 2

第一个十年的商业发展：西商纷设据点 5
第二个十年的商业发展：经济底子整固 9
第三个十年的商业发展：企业法规确立 10
第四个十年的商业发展：萧条走向复苏 15
结语 21

第二章 华商崛起与楼市泡沫 24

经济复苏与华商崛起 25
精英吸纳与政商角力 28
楼市泡沫与财富转移 32
泡沫爆破与华商败阵 39
买卖纠纷与法律诉讼 43
楼市平复与股市上扬 47
结语 49

第三章 经济飞跃与股市风暴 52

经济飞跃与企业纷立 55
炒风骤起与泡沫爆破 59
炒作与诉讼(一)：
香港麻缆厂与《砵士控卢斯唐治案》 68

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

炒作与诉讼(二):
彭湛采矿与《何添控戴奎诺案》 75
结语 81

第四章 利益争夺与倡议立法 84

业界自律与建制规范的争辩 85
倡议立法:草案一读 90
倡议立法:草案二读 94
倡议立法:草案三读 97
立法后的抗争 99
结语 105

第五章 协会兴替与市场蜕变 108

首家股票经纪会的创立过程和会员背景 111
股票经纪会的规章与制度沿革 114
股票经纪会的演变与兴替 117
遮打与香港股票市场的关系 123
股票市场与经济环境的蜕变 125
结语 133

第六章 省港大罢工与股市大震荡 134

省港大罢工发生的经过与结局 137
大罢工对香港经济的冲击 141
大罢工对股票市场的冲击 146
股票调查委员会与市场改革建议 150
大罢工过后的经济及股市复苏 154
结语 157

第七章 战云密布与日侵灾难 160

沦陷前的香港经济 162
沦陷前的股票市场 166

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

日军入侵香港的经过 173
日军对香港股票和金融制度的践踏 175
日军败亡与香港重光 178
结语 180

第八章　战后接管与股市重建 182

战后接管与经济重建 183
股市重开初期的困境 184
两会合并与股市转活 186
企业迁港蔚然成风 189
解放前上海与香港股票市场间的关系 192
球楼与香港股票市场的关系 195
结语 199

第九章　经济转型与工业起飞 202

贸易禁运与转口地位的滑落 203
经济转型与工业起飞 205
西方贸易保护主义对香港工业的打击 208
垄断时期股票市场的发展 212
工业起飞与股市呆滞 217
结语 219

第十章　六七暴动与股市转势 220

1966 年的骚动 221
1967 年的暴动 222
暴动与港英管治的检讨 225
暴动对股市的冲击 229
暴动结束与股市复苏 232
上市门槛过高与华资多遭排挤 235
结语 239

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十一章　股市升温与股民痴醉 242

股票供不应求与股市迅速升温 243

创立“远东会”与竞争渐涌现 246

会所纷纷成立与政府急急立法 250

门槛下调与上市成风 252

股市鼎沸与股民痴醉 266

经纪业与经纪牌照的起落 271

结语 274

第十二章　市场开放与制度变革 276

开放投资空间与提升金融地位 277

女性投资者日多 280

提升中文地位与普及投资信息 284

恒生指数的创立和应用 287

垄断圈子与反垄断圈子的竞夺 291

企业家精神与经济发展关系的思索 294

李福兆与香港股票市场的关系 296

结语 300

第十三章　七三股灾与经济滑落 302

炒卖势盛与股市疯癫 303

股市崩裂与人心慌乱 308

石油危机与股市失序 316

企业倒闭与汰弱留强 322

强化监察与完善制度 333

结语 336

第十四章　企业并购与楼股整固 338

股市疲弱与并购风起 339

楼市整固与发展新界 345

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股市复苏与改革开放 353
结语 355

第十五章 华洋对阵与中英谈判 356

石油危机再现与企业北望神州 357
前途谈判与股市波动 359
华洋对阵与银行向背 366
结语 374

第十六章 联合声明与一统四会 376

联合声明与股市转势 377
四会合并的曲折历程 380
四会一统与股市急升 385
英资迁册与中资挺进 388
结语 394

第十七章 八七股灾与停市争拗 396

风高浪急与十月股灾 397
灾后救援与停市争拗 401
专案调查与市场改革 404
报告争议与公私激辩 409
人心渐定与股市整固 413
商人银行与股票相关专业的兴起 416
结语 419

第十八章 政治风波与企业迁册 422

股市初复与学运浪起 423
人才外流与企业迁册 425
中东战火与股海翻浪 432
美伊开战与港股起飞 433
李福兆的不幸结局 436

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

结语 440

第十九章　政改争拗与红筹涌现 442

中国概念与股市升温 443
政制改革与中英争拗 450
争拗未止与股市急升 453
股市回落与中资涌现 457
怡和除牌与迁册潮退 463
结语 466

第二十章　九七回归与股市起落 468

争拗渐息与恒指回升 469
回归在即与股市炽热 472
主权移交与金融风暴 475
回顾过去与展望未来 480
结语 485

第二十一章　股票市场与家族企业 488

家族企业理论与发展特征 491
股票市场的发展与沿革 495
华人家族企业的冒升 499
专业化与公司管治 504
结语 506

第二十二章　股市兴替与华洋角力 508

实力悬殊 509
垄断股市 510
战后重组 511
打破垄断 512
重掌主动 513
结语 514

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二十三章　股票市场与政商关系 516

依商怕商 517

以商制商 518

再度依商 520

限商抑商 521

结语 523

第二十四章　股票市场与金融制度 524

金融资本主义制度的缘起 525

移植香港初期的调适 526

迅速崛起的年代 527

迈向国际化的历程 528

成为国际金融中心的条件 530

结语 531

后记 533

附录一　香港股票市场大事记 536

附录二　参考资料 559

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

香港股市的开端

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第一章

香港开埠与企业集资

道光二十一年(1841)1月26日,船坚炮利的英国军队乘着鸦片战争中击溃清兵的余威,强登香港岛,并宣布占领该地。2月1日,英女皇驻中国全权代表(Plenipotentiary)暨英军总指挥官义律(C. Elliot)在港岛张贴告示,自称根据《穿鼻草约》(*Convention of Chuenpi*)规定,香港已割让与英国,并着手筹建管治政府。4月中,义律再次发出通告,表示英国《商航法规》在香港实施。同月,千里之外的英国内阁则因不满义律在割地赔款上表现未如他们期望的强硬而将他撤职,改由砵甸乍(H. Pottinger)出任,但通告却因地区阻隔、交通不便而要等到7月才交到义律手上(Endacott, 1964)。

同年5月1日,对英国内阁的决定尚不知情的义律,继续他筹建管治政府的计划,并公布"官地投标"章程,筹备拍卖土地,借以增加新政府的收入。到了6月,义律宣布香港为自由港,准许商船自由进出,并成立田土厅(Land Registry),着手规划拍卖"官地"事宜,同月月中,香港历史上的第一次土地拍卖正式举行。不过,由于法律条文及规定等交代含糊,反应并不理想,原计划拍卖皇后大道100号地段的目标,只能售出50号,而地价则是每四分之一英亩地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

皮每年征收地税20英镑(Nissim，1998)。7月初,义律终于收到免职函件,黯然下台。8月中,砵甸乍抵港,并视察了港英政府的运作及市政事务,其时皇后大道已在施工兴建。

由于中、英两国政府对战后的处理方法均不表认同,而所谓《穿鼻草约》又仅属双方讨价还价的草拟文本,没有真正的法律约束力,故鸦片战争引起的问题,悬而未决(Morse，1910；Blake，1960)。为了巩固从战争掠夺中得来的利益,英方不惜再启战端,重燃战火。1841年9月,砵甸乍率军北上,再次以军事力量威胁清政府。在兵临城下而敌强我弱的情况下,腐败的清政府被逼在1842年8月29日签下中国近代史上第一项不平等条约——《南京条约》(*Treaty of Nanking*)。条约中除了申明向英国开放港口和"赔偿"巨款外,还要给予最惠国待遇及割让领土(Endacott，1964),香港便是在这个不平等条约的基础下,被逼从中国的疆域中分割出去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第一个十年的商业发展：西商纷设据点

自义律宣布香港为自由港始，外商便陆续流入香港。举例说，从1841年起，英资巨商如渣甸洋行(Jardine, Matheson & Co.)、林赛洋行(Lindsay & Co.)、颠地洋行(Dent & Co.)、太平洋行(Gilman & Co.)、伯德洋行(Butt & Co.)和连卡佛洋行(Lane Crawford & Co.)等，纷纷在香港设立据点。至于美资巨商如布殊洋行(Bush & Co.)、罗丹斯公司(Rawle, Duns & Co.)和旗昌洋行(Russell & Co.)；波斯巨商如巴仑治洋行(C. Pallanjee & Co.)、佩斯敦治洋行(C. Pestonjee & Co.)、贾塞治洋行(F. Jawsetjee & Co.)和律敦治洋行(D. Ruttonjee & Co.)；印度巨商如依巴拉谦洋行(A. Ebrahim & Co.)、阿杜拉利洋行(A. Abdoolally & Co.)和拿打巴洋行(C. Nathabha & Co.)，以至犹太巨商如沙逊洋行(Sassoon & Co.)等，也紧随英国商人之后，陆续在香港成立办事处或总部，香港的商业活动明显地活跃起来(汤开建、萧国健、陈佳荣，1998)。

据估计，在1843年全港共有英资企业22家，印资企业6家。而居港欧资巨商为了保护本身利益，早在1844年5月初已宣布成立一个私人会所，名为“香港俱乐部”(Hong Kong Club亦称“香港会所”)，并随即举行首次闭门会议，会上通过兴建会所作为会员们交换资讯、联络感情用途的决定，而会所选址则在皇后大道与云咸街交界处(*Historical & Statistical Abstract of the Colony of Hong Kong 1841 -1930*, 1932)。1846年5月26日，筹建接近两年的会所终于竣工。随着新会所落成启用，会务日繁，会员间的活动也日渐活跃起来。“该会会员全是政、商界洋人，入会费30元，月费4元，会所于早上6时开放至深夜才关闭”(汤开建、萧国健、陈佳荣，1998：73)。由于会员均是当时政、商界有头有面的人物，他们的一举一动或对政经事务上的高谈阔论，均会引起社会的注意。而会员之间交换商业资料，甚至相互招引友好成为各自公司股东或转换股权的事宜，更开启了日后股权转移和买卖的先例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

事实上，香港开埠之初百业待举，而地理位置又贴近幅员及人口巨大的中国大陆，在外商看来自是商机处处、市场无限。然而，要开拓这个庞大的市场，单靠一己的财力物力，显然并不易为，也不符合商人“本少利大”的原则。有见及此，触角敏锐的英国商人在香港开埠不久，便仿效伦敦某些大型企业的运作模式，公开发行公司股份，以套取公众资金，作为商业投资之用。虽然我们现时无法确定是哪一家企业最先在香港“招股集资”，但从1854年创刊的《中国邮报》(*The China Mail*)的一些广告中，我们可以粗略推算早在1852年之前——即开埠后的首10年内，便已有公司在香港“筹集资金”了。现列举其中数则广告例证，作为参考。

股票(招股)价格：一股10(英)镑，半股5镑，四份一股2.5镑……股票与招股书(Shares and Prospectuses)可向下署的指定股票代理公司索取……请即向相关代理史华斯捷德洋行(Schwarzshild & Sons)或法兰克福银行总行(Frankfort Bank)申请。(*The China Mail*, 9 January 1854)

香港保险公司(Hong Kong Insurance Company)，1852年成立，资本额50 000镑，发行100股，每股500镑……有兴趣承接上述股份者，请将款项缴付林赛洋行秘书处(中国)……1852年2月27日。(*The China Mail*, 2 February 1854)

通告：敬启者，本公司第三次招股——每股5元——的期限将到，请在本(8)月6日或之前到香港上海银行办事处缴交，该处经理将会即场发出收据。之后，客户可凭收据到本公司办事处换取股票证明书(Share Certificate)。(*The China Mail*, 30 August 1866)

虽然当时报章上经常出现大小不一的所谓“招股集资”广告，但其含意和运作，与今日“上市集资”的情况相比，则有天壤云泥之别。首先，在“自由贸易”思潮的主导下，当时的企业在“招股集资”前，并不需要经过官方或半官方部门的审批，只要大部分股东同意，并认为有集资需要便可进行。至于当时的所谓“招股”，其实含有“召集合伙人”的意义。也即是说，通过认购股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

票，投资者可以成为有关企业的正式伙伴。

可是，由于当时的企业均属“无限(债务)公司”，当他们认购股票后便顺理成章地变成公司股东，按法律规定，所有股东，不分大小，均需为企业的盈亏、操守承担法律责任。这项规定对很多小股东而言，似乎过于沉重，他们或者只想投资，对公司运作既没太多实际影响力，也不想直接参与，要他们承担因投资失误而引致的亏损尚且说得过去，若要他们承担法律责任，则未免过于严苛了。

自从有先行者在香港招股集资后，不少企业便纷纷效法，在市场上召集生意伙伴。当时招股的公司以保险、银行、码头和轮船运输服务业为主，反映开埠初期的经济，大多与航运和进出口贸易有关，至于报纸的头版，则经常有这些公司招股的广告和股票价目表，显示当时企业对资金的需求，实在颇为殷切。但是，这些广告的刊登期往往长达一至两年，像上文香港保险公司的招股广告，从 1952 年 2 月成立时公开招股，到 1954 年仍要刊登广告以作招徕的例子中，便可推断认购反应并不理想。

如果我们从早期香港的货船及货物进出口数字来看，也可大略了解当时的贸易状况，颇为呆滞(余绳武、刘存宽，1994)。举例说，在香港开埠的头 10 年里，每年货物的进出口量，一直没法突破 30 万吨的数目，而货轮的进出和停泊，也十分疏落，每年船只进出的数目不多于 1 000 艘(图 1.1)。由于贸易表现差强人意，企业经营也没甚建树，因此，就算企业招股集资活动颇多，在政局初定、前景未明、法规未见完善，以及商贸活动不振等因素的相互影响下，企业招股成绩差劣也不难理解。

另一方面，开埠初期的香港，沦为“奸民、烂匪”等游手好闲之辈聚集的地方，治安不靖、品流复杂，海盗更经常出没于港岛四周。这种情况，不但不利贸易往还，也使香港声名狼藉。广东沿岸一带较有地位和财力的华人，更是“谈港色变”，并以“番鬼蛮夷聚居之地”称之，不愿南来(丁新豹，1988；Barrie & Tricker, 1991；蔡荣芳，2001)。由是之故，香港早期的华人人口，多为“泥水匠、木匠、石匠、筑路工人、地痞流氓和私枭海盗”等，经济及社会基础异常薄弱(林友兰，1980)。

由于经济及社会基础薄弱，政府的财政收入也差强人意，这对刚成立的港英政府而言，未尝不是一件百上加斤的事情。事实上，从行政和管理部门

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

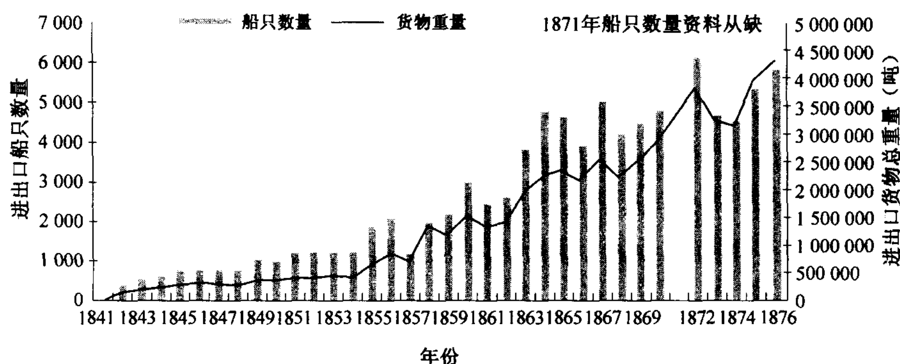


图 1.1　1841 年～1876 年香港进出口船只及货物统计

资料来源：*Historical and Statistical Abstracts of the Colony of Hong Kong 1841－1930*，1932

的组成，到道路及基础设施等的修筑各方面，样样都需要资金，但是，新政府却没法从别的途径中扩大收入来源。在财政紧绌的情况下，港英政府只好以提升地租、专利税和财产税等手段，弥补财政赤字。可是，这种做法，往往又增加了商人的负担，并引起了他们的强烈不满(Chan，1991)。

开埠初期，港督与西商之间往往出现意见分歧或冲突，当中更以戴维斯(J. F. Davis)与商人之间的关系最为恶劣(Crisswell，1981)。至于其他港督如包令(J. Bowring)或罗便臣(H. Robinson)等，均因推行新政影响西商巨贾们的既得利益而与他们发生不同程度的争拗或冲突(汤开建、萧国健、陈佳荣，1998)。可以这样说，在香港开埠最初阶段，政商之间的矛盾和斗争，是既鲜明直接又尖锐严峻的。

面对经营环境恶劣而赋税繁重的情况，有些英资巨商便将问题归咎于港英政府管治不善身上。他们除了直接向当时的港督表达不满外，很多时又会绕过港督或港英政府，直接向伦敦的英国政府投诉，指斥港英政府作风官僚、施政失误、赋税过重和工作效率差，导致香港经营环境每况愈下，他们还威胁说，若港英政府不加以改善，便会从香港撤资(Endacott，1964)。西商巨贾这些有恃无恐的举动，除了印证出香港开埠初期营商环境不甚理想外，也说明了一个不争的事实：西商巨贾自恃本身的财力与政治关系，每每与港英政府对抗，瘫痪政府施政，使统治者陷于政令不行、左右为难的境地(Chan，1991)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二个十年的商业发展：经济底子整固

从经营环境而言，香港开埠的第二个十年较第一个十年略有改善，其中又以后半个十年的改善尤为显著。出现这种转变，主要是因太平天国运动引致大量华人流入香港，以及第二次鸦片战争使香港变成英军的后勤基地。满清末年，外敌环视、内政腐败、国力日弱，清廷不但未能洞悉危局，及时进行变革，反而耽于逸乐、荒理政事，为了应付宫廷毫无节制的花费和庞大的对外赔款，清政府只能广撒税网，对百姓横征暴敛，结果弄的民不聊生、民怨沸腾，而 1850 年中发生的太平天国运动，便是其中一场席卷全国的民变（史景迁，2001）。自太平天国运动发生后，内地政局日见紊乱，部分闽、粤地区较具财力的人士，便携同家属南下香港，以避战难。随着移民人口日渐增多，以华人为主体的社会逐渐形成，经济基础也慢慢建立起来（丁新豹，1988）。

自第一次鸦片战争发生后，欧美各国纷纷威胁满清王朝签下一连串不平等条约。按规定，这些条约内的某些条例，到 1850 年代中便应届满，为了延续他们的利益，西方列强已多次向清廷提出“续约”要求，而清廷则以要求不合理而拒绝。由是之故，西方列强便再次萌生以武力逼使清廷就犯的计划。1856 年 10 月 22 日，港督包令借两广总督叶名琛因逮捕海盗而扣留英国商船“亚罗号”（Arrow）事件，命令英国海军向清兵开火，挑起第二次鸦片战争，英军再次犯华。

受到战争影响，内地与香港的贸易初时颇受打击，当中又以船只和货物进出量跌幅尤为显著（图 1.1）。但是，随着大量英军在香港集结，内销市场反而变得活跃起来。由于大批英军进驻香港，粮饷和军人日常用品需求极大，香港便摇身一变而为英军的后勤基地，源源不绝地供给食水、粮饷和各项必需品。在军事用品需求大增的带动下，香港的经济也出现一片“繁盛”景象，这个景象一直维持到战争结束后大部分英军撤出香港为止。

在英人进占香港的首 20 个年头内，英国统治者对华人极不信任，为怕华人反抗，他们不惜采取歧视监控兼施的强硬政策，严格规管华人的活动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从1840年代到1860年代，为了建立治安、控制华民，在港督独裁统治下，殖民政权严格进行人口登记、夜禁，采取歧视华人的法律制度，对下层华人之触犯法令者，施加监禁、鞭打及各种严苛不公之刑罚。大英帝国所标榜的仁德之政、公平的法律与公正的司法制度，只是迷思与修辞夸饰(myth and rhetoric)。英国在香港的早期殖民政策，并非一般学者所说的“间接统治”，而是“直接管制”。殖民政权司法人员，为了执行治安任务，往往直接深入管制人民起居。(蔡荣芳，2001：37)

由于港英政府对华人实行歧视排挤的政策，华人自然无法进入政府的管治核心，就算在经济层面上，华人往往也因受到歧视而只能从事一些如搬运、修路、打石、仆役、小贩和耕种等靠出卖体力为生的工作，根本没法参与像股票买卖一类较高层次的经济活动(林友兰，1980；蔡荣芳，2001)。由是之故，就算在英军云集之时，香港的经济发展也只属泡沫式的“中看不中用”，得益者更限于一小撮欧商巨贾而已，市民大众受惠不多。由于当时的经济发展属昙花一现，加上得不到主体力量——华人社会——的真正参与和支持，当英军撤出而内需骤减之时，经济发展又重回昔日的萎靡不振境地。

1860年10月24日，前后经历4年之久的第二次鸦片战争结束。再尝败阵的清政府，被逼派出恭亲王奕訢与英国代表伊利近公爵(Lord Elgin)签订另一项不平等条约——《北京条约》(*Treaty of Peking*)。按该条约的规定，清廷除了需要赔偿巨款外，更要将九龙半岛(界限街以南)土地割让给英国。港英政府统辖的幅员扩大了，经济资源增加了，而营商环境也变得更为有利。不过，香港的经济初时并不能即时受惠，当大批英军在战争结束后撤离香港时，香港更首次因为内部需求急降而出现结构性的经济萧条。

第三个十年的商业发展：企业法规确立

经过20年的艰苦经营，自1860年代起，香港的社会及经济环境渐有改

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

善。首先是管治范围上的扩张。按《北京条约》的规定，九龙半岛（界限街以南）的土地划入英国的统治，这项转变不但增加了香港的土地及自然资源，还令维多利亚港可以充分发挥其地理优势，为日后的船只自由进出和停泊创造有利条件，大大提升了香港作为贸易转口港地位的竞争力。

其二是华人社会及人口的壮大。在 1841 年，全港岛的华人人口不足 6 000人，华人社会组织松散薄弱；1851 年，人口虽然略微上升至 3 万人左右，但社会规模和形态仍处于十分简单的阶段（丁新豹，1988）；到了 1861 年，香港人口突破了 10 万之数，这个为数不少的人群，除了给商业贸易提供了充裕的劳动力外，还创造了一个具一定潜力的内需市场。

其三是欧资巨贾实力的整固。开埠之初，良莠不齐的外商一窝蜂涌到香港，多少带有寻金发财的色彩，当中更不乏投机取巧、弄虚作假之徒。据包里尔（R. Barrie）和蔡格（G. Tricker）的分析，早期的外商极为现实，冒险精神强烈得近乎赌博。由于他们求“财”若渴，为达目的，往往不择手段。“不是发财，就是破产”便是他们的写照（Barrie & Tricker，1991）。经过一场经济萎缩风暴的洗礼后，急功近利而实力较弱的自然会遭到淘汰，剩下来的则是一些实力较强、经营也较为踏实的企业，这些企业对推动香港经济的基本建设和长期发展，反而有一定的贡献。

自第二次鸦片战争结束后，大批英军陆续调离香港。在英军撤走的头 3 年（1860～1862）里，由于军需品需求锐减，内销市场变得萎缩不振，香港的经济也显得软弱无力、昏昏沉沉。幸好随着人口逐步增加，加上经济基础和政治环境渐有改善，贸易往来也渐次恢复起来。举例说，到了 1864 年，贸易进出口额便突破 2 000 000 吨的纪录（图 1. 1），在进出口贸易不断上升的带动下，香港的经济动力也明显地加强了。

1861 年 5 月 29 日，大约有 62 个欧资巨商聚集在香港俱乐部会所内举行会议，会上除了通过成立香港商会（Hong Kong Chamber of Commerce，后改名为“香港总商会”），借以“维护商业利益、搜集商业情报、排除商业发展障碍、仲裁会员内部纠纷”（余绳武、刘存宽，1994）。除此之外，会议还以“选举”形式，产生了首届领导班子。当时的主席为渣甸洋行大班波斯富（A. Percival），副主席则是端纳洋行（Turner & Co.）大班华坚崇（W. Walkinshaw）。从那时起，香港总商会便成为欧商巨贾的聚脚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

地，也是他们影响政府决策，甚至与政府讨价还价的重要组织。至于商会主席，则往往被港英政府委任为立法局或行政局的议员，地位超然(Hewett, 1921)。

有鉴于经济贸易日渐繁盛，港府在取得商人支持后，决定仿效英国的做法，在1865年1月就企业的组成、运作和结束等问题进行立法，借以规范商业行为。该条例名为《贸易公司及相关组织的成立、规管与清盘条例》(*An Ordinance for the Incorporation, Regulation, and Winding-up of Trading Companies and Other Associations*)，简称《1865年第一条例》(*Ordinance No. 1 of 1865*)或《公司条例》(*Companies Ordinance*)，条例可说是日后香港商业发展的楷模，也是股票市场发展的重要基石。

在该条例中，港府对企业的成立、运作、权责以至清盘时的手续等，均作出颇为细致的界定和阐释。从那时起，企业由股东资料、注册手续、业务范围、公司地址、年度汇报、监察查检、股份分配和股权增减等，均作出具体的说明和规定。就连公司资产负债表的草拟和呈报格式，也定下了清晰的指引(The Hong Kong Government Gazette, 1865: 132～137)。

该条例还规定，如果企业属于有限债务公司，其公司名称必须注明"有限(债务)公司"[Limited(Liability)Company]字样，至于股东所要承担的债务，也以注册股本的多少作为依据。换言之，当企业不幸结业或清盘时，股东所需承担的债务以注册时的股本(份)为限。这种规定，对股东而言显然是一项重要保障，也减少了投资者金钱损失以外的忧虑，对商业贸易的兴起，颇有裨益。为了维持企业的稳健和持久发展，条例也列明，除非企业在经营上出现盈利，否则公司不能派发股息，而所派发的股息，也不应高于该年盈利的总额(*The Hong Kong Government Gazette*, 1865: 132)。

另一具突破意义的地方，是确立了公司股份可以自由转让和自由买卖的机制。条例中特别阐明，企业股份可以通过授权人(或代理)在自由市场转让他人(*The Hong Kong Government Gazette*, 1865: 107)。正是这项具前瞻性的法律规定，公司的股票(股权)日后才可以在市场上自由买卖。从较为宏观的角度上看，1865年的这个商业法例，既是香港商业发展的里程碑，也为股票市场的形成确立了重要的法律基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

事实上，自该公司法规通过后，有限公司的数目便日见增多。其中一直自称“以香港为基地”的汇丰银行，便是在《公司条例》实施后组成的首家企业。1864 年 7 月，由颠地洋行大班宋利(F. Chomley)、澳格斯汀赫特洋行(Augustine Heard & Co.)的赫特(A. F. Heard)和铁行轮船公司(P & O Steamboat)总监督修打兰(T. Sutherland)等牵头的香港上海银行(Hong Kong and Shanghai Banking，1888 年改名为“香港上海汇丰银行”，简称“汇丰银行”)开始在港筹组。

经过 8 个月的酝酿和筹备，该银行在 1865 年 3 月 3 日正式注册，行址设在皇后大道 1 号域多利大厦(Victoria Building，即汇丰总行现址)，注册资本为 2 500 000 元，发行股份 20 000 股，每股 125 元。翌年，银行取得货币发行权，更奠下了汇丰在香港银行界的龙头地位(King，1987)。同年年中，银行公布上半年的业绩，据报共获得盈利 258 227.43 元，表现相当不俗。由是之故，董事局提出每股分发红利 5 元，相等于每股的年利率 8%(*The China Mail*，16 August 1866)。

自汇丰银行以有限债务(即日后的公众公司或上市公司)形式成立后，紧随其后的还有于仁船坞(Union Dock)、粤港澳轮船(Hong Kong，Canton & Macao Steamboat)、香港大酒店(Hong Kong Hotel)、华商保险(China Traders Insurance)和香港煤气(Hong Kong Gas)等企业。至于那些原初属无限债务的公司，也相继改为有限公司。举例说，成立于 1863 年 7 月的香港黄埔船坞公司(Hong Kong & Whampoa Dock)，便在翌年改为有限公司，显示愈来愈多企业认同有限公司在运作和经营上的独特之处，并先后变更企业结构。至于那些仍然以无限债务形式运作的公司，虽然在管理和经营上较为灵活、自由，但遇经营失当而出现债台高筑的情况时，则因法律层面上没法独善其身而被逼走上破产之路，当中更以颠地洋行、旗昌洋行和澳格斯汀赫特洋行等或先或后宣布破产的例子，最为业界所经常谈论(Barrie & Tricker，1991)。

《公司法》通过初期，香港的整体经济表现尚算不错，翌年则因外围环境欠佳而略微逊色。1867 年，进出口贸易虽稍有改善，但再下一年又略微转差，显示经济表现仍是相当反复。虽然整体经济表现不太稳定，但数家公众公司的业绩却不算差，除了汇丰在 1866 年有派息外，于仁船坞、香港黄埔船

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

坞等也因经营获得盈利而有派发股息。举例说，在 1866 年初改为有限公司的香港黄埔船坞，在 8 月底的业绩公布上，便建议派发股息。

> 本公司第三次股东大会下午 3 时在商会会议室内举行，出席情况良好，主席为邓肯(R. Deacon)。会上，公司秘书拉伯勒(J. S. Lapraik)宣读报告并建议分发红利，每股每年可获得 14%的股息，公司共需因此而支出资本 495 050 元。(*The China Mail*, 30 August 1866)

另一方面，自《公司条例》生效后，股票买卖也有活跃起来的情况。这个迹象，多少可从报章上财经股票新闻日多的情况中反映出来。举例说，当时的报纸几乎每天都有刊登招聘股东和股票变动的消息。例如："煤气公司股票的出售价，每股 12 英镑，但没有成交"或"蒸气(轮船)公司的股票，很难在 10%的折让价下成交，买家要求给予 12%折让"等报道，都放在报章较为显眼的位置上，显示社会对股票行情已十分留意了(*The China Mail*, 6 September 1866)。

还有一点值得注意，当时的欧资外商们除了在香港买卖本地股票外，也有染指外国股票，当时的英文报纸便经常刊登伦敦和孟买等的股票行情。举例说，在 1866 年 6 月 28 日的《中国邮报》上，便刊有 Bombay Daily Bill and Stock List 一栏，并巨细无遗地列出该月份孟买的股价变动、资本总额和股息派发等(表 1.1)。单就银行股份的价格而论，当年绝大部分股票的行情，均出现折让，显示外围的经济表现和营商环境颇为差强人意。

表 1.1 引载自 1866 年 6 月 28 日的孟买每日股市行情(节录)

企业名称(银行部分)	筹集资本	每股面值	股息(%)	股价升跌
阿格拉银行(Agra Bank)	3 000 000	500	16	**44%溢价**
联合银行(Alliance Bank)	100 000	250	没派息	50%折让
亚洲银行(Asiatic Bank Corp.)	500 000	200	5	**60%折让**
印度银行(Bank of India)	1 220 000	250	没派息	10%折让

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续 表）

企业名称（银行部分）	筹集资本	每股面值	股息（%）	股价升跌
孟买银行（Bombay Bank）	1 045 000	1 000	8	0.5%折让
标准印度澳洲及中国银行（C. B. I. A. C.）	800 000	200	10	15%溢价
东印度银行（East Indian Bank）	625 000	250	9	70%折让
商业银行（Commercial Bank）	1 000 000	250	10	50%折让

资料来源：*The China Mail*, 28 June 1866

受到外围经济反复不定的拖累，香港的股市表现也好不到哪里去。在1866年11月15日《中国邮报》商业新闻的外币兑换一栏内，便有如下报道：

> 香港上海银行股票：旧股3%折让，新股1.5%折让；香港黄埔船坞：旧股20%溢价，新股15%溢价；于仁船坞每股17%折让；粤港澳轮船每股8%折让；香港煤气每股10%溢价；华商保险每股4%溢价。（*The China Mail*, 15 November 1866）

在这些报道中，我们初看时很难准确地掌握每只股票的真正价格。当时的报道方式，是以某某股票溢价多少，或某某股票折让多少计算。在这里的所谓"折让"，即是按其原初发行的股价减少若干百分比；而所谓"溢价"，则是按原股价增加若干比率。也即是说，如属"折让"，则代表公司表现欠佳，因亏损而导致股价下跌；如属"溢价"，则代表公司表现理想，因盈利而出现股价上升，也即有溢价了。这种"报价"方式，早期十分普遍。从该年年底部分股票出现折让的现象上看，我们大概可以推想当时的香港整体经济也并不理想，因此引致部分企业出现经营上的亏损。

第四个十年的商业发展：萧条走向复苏

自1869年起，香港的对外贸易转旺，进出口货物逐年上升。举例说，在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1869 年,全年进出口的货物只有 2 256 049 吨,到了 1870 年及 1871 年,已分别上升至 2 640 347 吨和 3 235 701 吨,至 1873 年,出口表现仍然强劲,进出口额更上升至 3 795 566 吨。从这个比率上看,每年的平均升幅高达两成之巨,这是香港开埠以来经济表现最为突出的一段时期(图 2.1)。

事实上,在 1865 年通过《公司法》时,该年只有 5 家公司成立起,到 1871 年已增加至 18 家,显示当经济步伐展开之后,市场对资金的需求也相对地增加了。由于公众公司的数目日多,股票转手自然也变得频密起来,至于那些担当中间人角色的股票经纪数目,同样愈来愈多。据香港证券交易所的记载,早在 1866 年,即本港第一个公司条例通过后 1 年,已有股票经纪在港开业(Hong Kong Stock Exchange Limited, 1985)。到 1872 年年初,甚至有经纪在港筹组"香港经纪会"(Hong Kong Brokers Association)。

可是,不知何故,筹备委员会在数周后便宣布解散,创建经纪会的计划最后无疾而终(*Historical and Statistical Abstracts of the Colony of Hong Kong 1841-1930*, 1932)。虽则如此,经纪之间对股票交易的手续和规则,已有一定的"行规"和共识。在收取佣金的问题上,香港总商会的公布便让我们清楚地看到该会对经纪的佣金(brokerage),已有十分严格的规定。举例说,贵金属买卖的佣金定在 0.125%水平,股票买卖则定在 0.25%水平,这些规定,清楚地显示出市场对经纪的行为,已有初步的约束和规管(*The Hong Kong Directory and Hong List for the Far East*, 1891)。

1872 年,坚尼地(A. E. Kennedy)接替麦当奴(R. G. McDonald)为香港的第七任总督。可惜,在他的任期之内(1872~1876),香港的经济大都陷于衰退不振的局面,一直到 1875 年底,情况才略见改善。正如上文所说,在 1872 年,货物进出口总额达 3 795 566 吨,但在 1873 年及 1874 年,则分别下降至 3 273 119 吨和 3 034 036 吨,到 1875 年才快速回升至 3 893 687 吨,显示在坚尼地管治的初期,香港经济确实乏善足陈(*Historical and Statistical Abstracts of the Colony of Hong Kong 1841-1930*, 1932)。

受外围经济衰退影响,本地的经营环境也日见萎缩,有些经营欠缺效率的企业,便被逼倒闭。举例说,在 1871 年年底,公众公司的数目有 18 家,1872 及 1873 年每年各减少了 2 家,分别为 16 家和 14 家。到了 1874 年,情况才略有改善,公众公司的数目稍微上升至 15 家。可惜,到 1876 年,情况又

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

再逆转，企业大幅减少至只有 12 家的最低纪录(表 1.2)。

表 1.2 1865 年～1880 年公众(有限)公司数目一览表

每年年底	公众公司数目	每年年底	公众公司数目
1865	5	1871	18
1866	6	1872	16
1867	6	1873	14
1868	7	1874	15
1869	7	1875	15
1870	16	1876	12

资料来源：*The China Mail*，1865－1876

为了更加具体地了解当年股票市场的情况，我们试举 1873 年 1 月底至 12 月底一连 12 个月内的股价变动，说明当时股票市场的情况。在这段时间内，《孖剌西报》(*The Daily Press*)一直都有刊登重要股票的价格，我们将之列出于表 1.3。从该表中，我们可以清楚地看到三大特点。(一) 有公司因股价疲不能兴而结业。年初，全港共有 16 家公众公司，到了年底，只剩下 14 家，当中有两家公司——香港蒸酒局(Hong Kong Distillery)和香港码头货仓(Hong Kong Pier & Godown)——因为股价长年处于大幅度折让而结业。至于另一家长期处于巨额折让的公司——印华糖厂(Indo-Chinese Sugar)也一直在“生死线”上挣扎，前景黯淡。结果，该公司在翌年年初也以长年亏损为由而宣布结业。

(二) 大部分股票的价格均拾级而下。从股票价格上看，在 16 家公众公司中，12 家是下降的；3 家没有太大变化，他们分别是粤港澳轮船、香港煤气和中国火烛保险(China Fire Insurance)；至于股价获得上升的，则只有 1 家——香港火烛保险(Hong Kong Fire Insurance)。在众多股价持续下降的公司中，汇丰银行可说是最有代表性的。1 月份，汇丰银行的报价为溢价 74.5%，到 12 月底已下调到 48%的溢价。另一家对香港经济影响举足轻重的公司于仁保险，在 1 月份的报价是每股溢价 1 100 元，到 12 月底已下降至每股溢价 500 元。至于中日保险(China & Japan Marine Insurance)和中华

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 1.3 1873 年 1 月至 12 月(每月月底)的股价转变(注1)

公司名称	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
香港上海银行	+74.5%	+58%	+52%	+58%	+58%	+58%	+58.5%	+53%	+46%	+47%	+47%	+48%
于仁保险	+1 100 元	+1 100 元	+900 元	+900 元	+1 000 元	+1 000 元	+1 000 元	+900 元	+750 元	+750 元	+600 元	+500 元
华商保险	+1 100 元	+1 150 元	+1 100 元	+950 元	+1 100 元	+900 元	+950 元	+1 050 元	+1 000 元	+950 元	+900 元	+700 元
中日保险(注2)	+23 两	+17 两	120 两	110 两	109 两	115 两	110 两	112 两	110 两	100 两	−5 两	−10 两
中华保险(注2)	+52 元	+50 元	215 元	225 元	225 元	227 元	217.5 元	217.5 元	217.5 元	210 元	−5 元	−15 元
香港火烛保险	+348 元	+358 元	500 元	525 元	525 元	527 元	530 元	540 元	540 元	550 元	548 元	555 元
中国火烛保险(注3)	+34 元	+34 元	+32 元	131 元	135 元	134 元	128 元	128 元	128 元	132 元	130 元	132.5 元
域多利保险(注3)	+30 元	+30 元	+23 元	114 元	125 元	123 元	119 元	118 元	116 元	120 元	118 元	121 元
香港黄埔船坞	−8%	−6%	−9%	−7%	−8%	−16%	−19%	−18%	−24%	−22%	−23%	−26%
粤港澳轮船	+30%	+34%	+36%	+38%	+37.5%	+40%	+32%	+33%	+30%	+30%	+30%	+30%
上海火轮(注3)	+35 两	132 两	+26 两	110 两	120 两	132 两	126 两	120 两	115 两	109 两	110 两	112 两
香港煤气	65 元	65 元	52 元	65 元	65 元	65 元	65 元	65 元	65 元	65 元	65 元	70 元
香港大酒店	−43%	−46%	−45%	−48%	−46%	−50%	−48%	−53%	−53%	−53%	−55%	−56%
香港蒸酒局(注4)	−20 元	−20 元	−25 元	−25%	−75%	没报价	除名	除名	除名	除名	除名	除名
印华糖厂(注4)	−70 元	−70 元	−68 元	−70%	−70%	−75%	−80%	−85%	−87%	−90%	−90%	−90%
香港码头货仓	−25%	−30%	−45%	−50%	−50%	−75%	−95%	−95%	除名	除名	除名	除名

注 1：各公司所发行的股价各有不同，例如香港上海银行则每股 125 元，而于仁保险每股 2 000 元。至于所采用的货币也各有不同，比如英镑、法郎、港元以至白银均有；在计算股价时，也各有不同，有以股价起落计算，有以比率(即每百元增减多少)计算，十分复杂。如为溢价，以“+”表示，如为折让，以“−”表示，没有符号，则为实质市价。为了方便讨论和理解，我们沿用报纸的方式，不另加调整。

注 2：2 月份前，该等股票以溢价(折让)方式报价，踏入 3 月份后改用实质市价，到 11 月份后，又转为折让(溢价)方式。

注 3：2 月份前，该等股票以溢价(折让)方式报价，3 月份后改用实质价。

注 4：原为实质折让价，4 月起改为比率折让价。

资料来源：*The Daily Press*，1873

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

保险(Chinese Insurance)年初时仍有溢价,到年底则已转为折让。其他的如华商保险、上海火轮(Shanghai Steamboat)和香港大酒店等,均遭遇相当大的跌幅。

(三)股价折让严重。年初的16家公司中,有5家已有折让情况,当中以印华糖厂和香港大酒店的折让最大。7月,香港蒸酒局因结业而除名,到了9月份,又有香港码头货仓因股价折让过甚而被除名。11月起,连中日保险和中华保险均出现折让局面,至于印华糖厂的折让更高达九成,情况十分严重。正如前述,如果股价出现折让,即表示企业表现欠佳。从股价折让愈来愈多而折让比率又愈来愈大的情况上看,我们可以看到当时的营商环境,的确十分恶劣。简单地说,在19世纪70年代前,由于整体营商环境不善,加上股价每况愈下、交投疏落,香港的股票买卖也显得暮气沉沉。

对于这段股市呆滞、经济低迷而企业又纷纷破产的时期,热衷香港历史研究的文化工作者林友兰有十分具体的描述。他这样写道:

> 在坚尼地执政的5年间,香港洋商受尽了(大陆)海关封锁的折磨,特别是1872年至1875年,洋商频频宣布破产,被迫离港。1873年,印华糖业公司(Indo-China Sugar)、诺顿莱雅洋行(Norton-Lyall)及蒸酒局(Distillery & Co.)相继倒闭。1874年,汇丰银行停止派息。1875年,奥格斯汀赫特洋行(Augustine-Heard & Co.)和维多利亚火险公司(Victoria Fire Insurance)亦相继关门。是年高等法院处理破产案件,全部负债达1 996 391元。(林友兰,1980:82)

由于早期的整体经济发展未如人意,股票市场也很难有突出的表现。事实上,在19世纪70年代,仍处发展初阶的香港股票市场,可谓"居无定所、设备简陋"。当时的交易场地并不固定,可以在会所(香港俱乐部)内进行,也可以在酒店(香港大酒店)大堂,甚至钟楼旁边交易;至于设备更加谈不上充裕,经纪往往只是拿着公事包、水笔和股票,便可四处洽谈交易、安排买卖。在 *Shares in Hong Kong* 一书中,包里尔和蔡格便这样描述:

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一名在1870年代到访香港的西方游客这样描述，不同国籍的经纪都可以在香港会内找得到，该会位处云咸街与皇后大道之间。当时香港的证券交易场地极其简陋，约由会所至皇后大道之间的百多码地方而已。观察所见，会员有英国人、德国人、英籍印度人、由广东来的中国人、由加尔各答来的亚美尼亚人、由孟买来的帕斯人，以及由巴格达来的犹太人。(Barrie & Tricker, 1991: 25)

到了坚尼地管治的后期，香港的整体经济略见复苏。在此我们不妨将汇丰银行的股价(1865年至1877年)列出，印证开埠初期香港经济环境的转变。自汇丰银行在1865年成立后，除了翌年因增加股份而令股价略微下跌外，其他各年均稳步上升至1869年的每股163.8元。1870年略微回落至156.3元，之后又再上升至1872年的218.8元。但从1872年之后，便持续下降至1875年的126.3元，年均跌幅接近10.6%，这是汇丰银行创立以来最为艰苦的时期。1876年后，在新任大班昃臣(T. Jackson)的领导下，银行才逐步摆脱弱势。在盈利日见增加的影响下，银行在同年年中宣布恢复派息，每股分发红利1镑(King, 1987)，而股价也重拾升轨，持续上升至1877年的197.5元(图1.2)。

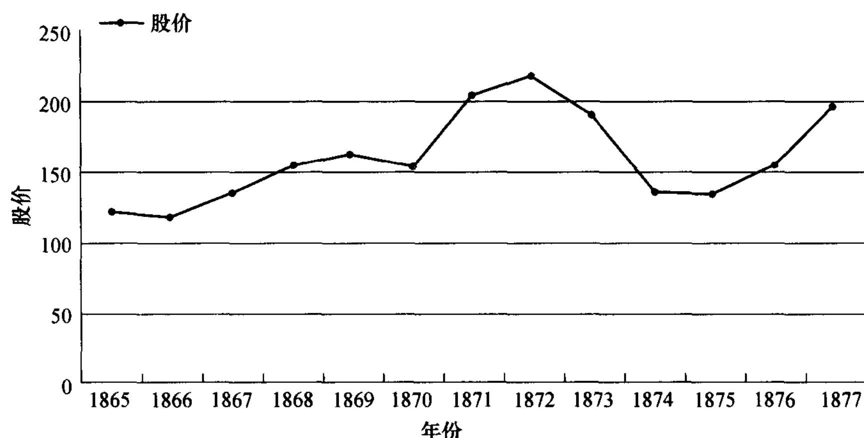


图1.2 1865年～1877年汇丰银行股票价格转变

注1：原股价以每股溢价或折让若干计算，为了分析上的方便，我们将之转为实价。
注2：1865年成立时所发行的股份有20 000股，1866年再增加至40 000股。
资料来源：*The China Mail*, 1865－1877

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1877年3月2日，坚尼地的任满和离港返英，既标志着一个时代的结束，也象征着新局面的展开。事实上，当第八任港督轩尼诗(J. P. Hennessy)上任后，香港的社会和经济，也确实进入另一崭新的发展阶段。随着经营环境的日见改善，加上华人参与日多，整体经济发展动力开始增强，股票买卖也渐有起色。

结　　语

当大英帝国兴兵侵略中国，并强逼清政府割出香港之时，它所高喊的口号是要获取一个立脚点，让英国商人可以与中国进行贸易经商。"……侵占香港的决定，纯粹是为着商业利益的……既然是为着贸易缘故而设立，从事贸易的商人很自然要为香港殖民地的开支负责。"(*The Hong Kong Government Gazette*，1881：389)既然高举拓展贸易之名，而财政上又依赖商业活动，港英政府的施政自然离不开重商、依商的方略。事实上，香港开埠之初，颇有举步维艰之叹，一方面是本土资源匮乏，经济底子薄弱；另一方面则是管治政府初创，开支非少。由于本土资源不足，早期的企业集资进展并不顺利，经营甚难。至于经济底子薄弱，则直接或间接地影响了政府的财政收入。据估计，港府最初的财政收入，主要来自土地拍卖、专利税、财产税和鸦片税等，这些收入，往往因经济表现反复而使政府财政左支右绌(汤开建、萧国健、陈佳荣，1998)。

在经营环境差强人意的打击下，商人当然不会贸然计划在港作长远投资，使政府希望以拍卖土地增加收入来弥补财政缺口的算盘打不响。由于卖地并不理想，政府只有通过增加其他不同种类的税收，纾解财政赤字。可是，这样的开源之道，却直接加重了商人的负担。在税收日重的情况下，不少欧商巨贾对港英政府的管治便渐生怨言(Chan，1991)。

由于政府的财政收入主要来自欧资巨商，为了安抚他们，统治者除了邀请部分绅商进入管治架构外，施政上也难免要看商人面色，甚至顺应他们的要求。事实上，除1865年通过的贸易公司组织条例外，港府一直均以自由贸

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

易为主导，甚少干预商人的活动和经营。然而，港英政府一面倒地依赖少数欧商巨贾的政策，并没有赢得他们的忠诚和支持。相反地，随着欧资商人气焰的日渐高涨，英国统治者反而慢慢注意到单靠他们的力量，既无法有效地推动香港整体经济的发展，也不利于社会的长期稳定。

另一方面，英国统治者也渐渐明白到不应忽略香港社会和经济的主体力量——华人。在统治者看来，华人的力量既可抗衡欧资商人的专横跋扈，也可稳定社会、发展经济。为此，在麦当奴和坚尼地主政时期，他们曾主动地增加与华人领袖的沟通，希望取得他们的信任和支持。可惜，由于态度暧昧，方向未明，加上推行上畏首畏尾、举棋不定，初期的收效并不明显，华人的呼声也一直没法得到适当的尊重和善待。

总结而言，正是因为港英政府在开埠初期推行高压和歧视的政策，视华人为次等公民，并将他们排除在主体经济活动圈子之外，使他们无论在生活、工作、教育、居住以至政治参与各方面，均受抑制，他们的相对经济优势，也一直没法全面发挥。可以这样说，由于华人受到诸多卡压、剥削和歧视，经济实力始终无从施展。这种情况，相信也是开埠初期香港经济裹足不前、股票市场乏善足陈的其中一些重要原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二章

华商崛起与楼市泡沫

踏入19世纪70年代,港英政府的管治方式略有调整。由于华人社会日渐壮大,港府似乎明白到过于强硬的“直接管治”政策,既无法赢得市民大众的支持,也不利社会稳定和经济发展。在麦当奴主政时期,他曾尝试加强与部分华人领袖的对话,希望招抚华人社会,减低怨气,当中更以积极支持华人士绅创立东华医院的例子,最为突出(Sinn, 1989)。虽然港英政府有意强化与华人的关系,但对华人歧视高压并施的原则,则始终没有太大改变。由是之故,香港的社会和经济,一直没有太大突破和建树。

从整体社会发展的角度上看,轩尼诗(J. P. Hennessy)的上任,具有十分重大的意义。由于轩尼诗作风开明、思想进步,加上较为同情华人,也注意到华人在社会和经济上的实力正在不停壮大,在他上任之初,便刻意扭转港英过往过分歧视华人的态度,转为笼络并吸纳华人社会中一些深具名望的精英领袖,进入政府的领导核心。其次,他又加强与华人社会的对话,试图利用华人精英控制华人社会,借以牵制西商,提升政府管治。港英政府这项重大的政策转变,既为经济体系注入新动力,也给社会发展带来新局面。在新政策的影响下,华商巨贾便乘着整体经济的复苏而渐露头角。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经济复苏与华商崛起

1877 年 4 月，接替坚尼地为港督的轩尼诗正式抵港履新。在轩氏抵港前的 1 个月，华商何亚美、李升等集资 40 万元，创办安泰保险（On Tai Insurance）。这个举动，正好清晰地向轩尼诗传递了一项信息——华商已逐渐摆脱经济上的附属地位，并将影响力伸展到一向为西商所垄断的上层经济活动。对于这股新冒起的经济动力，轩尼诗应该有一定的领会（Endacott，1964）。

事实上，轩尼诗上任不久，便清楚地通告主管香港事务的英国殖民地部，指出香港华人的经济实力正在不停壮大，实应加以注意。举例说，在 1877 年 9 月 27 日致加拿芬伯爵（Earl Carnavon）的公函上，轩尼诗便胪列实例，阐述华商渐露头角的情况。

> 正当英资、德资和美资企业在收紧他们的业务时，华资商人则在持续不断地扩展业务。在今日的船务表上，我可以看到那些登记收货人为郭亚昌（Kwok Acheong）、合记（Hop Kee）和福茂隆（Fook Mow Loong）等公司的货物，正在香港的港口内不停地装上英国的汽船上。不久之前，由于上海汽船航运公司（Shanghai Steam Navigation Co.）的所有汽船已被华商汽船航运公司（China Merchants Steam Navigator Co.）所收购，它们现在已由华人所操作和管理了。（Endacott，1964：143）

为什么华人的经济实力渐强，并有日趋取代欧资商人位置的势头呢？轩尼诗直接而表面的解释，是华人在经营上较具竞争力。

> 在出售中国货物往英国市场时，华商宣称他们无论在售价上或货量上，均较英商有竞争力。华商甚至指出，就算是在香港或中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

国大陆的市场上，他们在推销英国货时，同样较其他国籍商人优胜。(Endacott，1964：143)

问题是，这种经济优势到底是从何而来的呢？轩尼诗似乎没有说得很清楚。从不同角度和证据上看，华商之所以能够迅速崛起，相信与香港独特的历史背景和地理位置有着密切的关系。

自第一次鸦片战争之后，华南一带的农村经济已陷于破产边缘，人民生活极为艰苦。19 世纪 50 年代之后，美国西部和澳洲等地相继发现金矿，这些新开发的矿场，对年轻力壮的廉价劳工，有很大的需求。为着自己和家人的生活，粤闽地区大批贫苦的青壮乡民，被逼冒着生命危险离乡别井、漂洋出海，并取道香港前往美国、澳洲和东南亚等地(Yen，1985)。

随着大量华人出外谋生，货物、资金、文化和资讯各方面的交流也很自然地被带动起来。很多海外华人在客居地的三餐温饱、四时衣裳，都是经香港转销过去的。至于他们在客居地的点点积蓄和对家乡的款款思念，同样是通过香港转送中国大陆的。从那时开始，香港作为沟通中西贸易、联系内外华人的“中间人”或“中转站”角色和地位，便逐步逐步地建立起来。

在一个相对公平的竞争环境下，一些华商利用本身较能吃苦和节俭的特质，加上与中国大陆和海外华人之间较为有利的商业网络，再结合香港作为英国统治地而又可与西方或西方殖民地沟通的独特优势，在贸易经营上自然较易协调各方、收窄分歧，从而达到促进贸易的目标。事实上，华商这个得天独厚的身份和角色，正是他们可在转口贸易复苏的浪潮中迅速崛起的重要原因(Endacott，1964；霍启昌，1992；张晓辉，1997；陆晓敏，1997)。

从进出口货物的数据上看，我们可以了解到自轩尼诗上任始，香港经济的确是迅速而强劲地复苏起来。举例说，在 1876 年香港的货物进出口额已较 1875 年上升了 12.0%，达 4 359 616 吨。1877 年及 1878 年，再分别上升至 4 580 896 吨和 5 209 437 吨，1879 年略微回落(4 964 339 吨)。踏入 1880 年起，则连续上升 7 个年头。1880 年的总进出口货额为 5 078 868 吨，1882 年上升至 6 337 024 吨，到 1884 年及 1886 年，更分别上升至 6 961 758 吨和 9 080 390 吨。在这段时间内，平均每年增长率高达一成多(图 2.1)。

如果深入一点分析，我们甚至可以清晰地看到这段时期的经济发展，与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

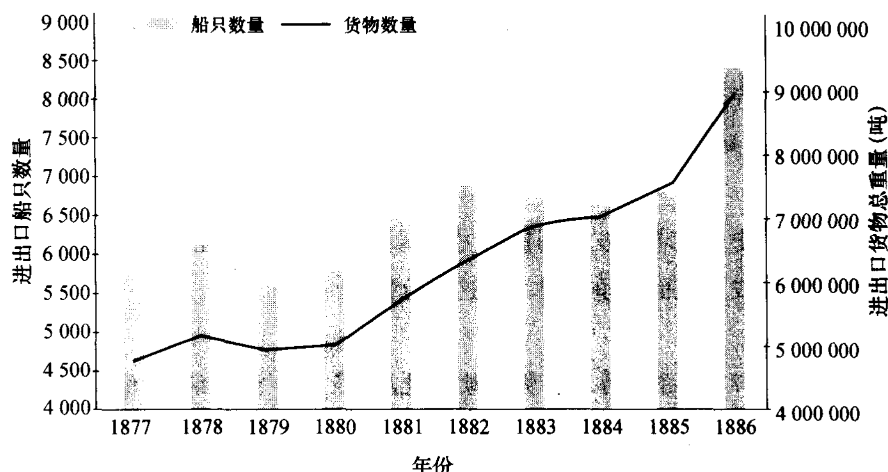


图 2.1 1877 年～1886 年香港进出口船只及货物统计

资料来源：*Historical and Statistical Abstracts of the Colony of Hong Kong 1841 - 1930*, 1932

过往 40 年左右的情况，有显著不同。简单地说，过往的经济活动以西商为主导，本地消费作依归。但是，这段时期的贸易，则是由华商扮演着推动者的角色，并以转口贸易作骨干。有研究指出，随着内地与香港贸易的急速增长和整体经济基础的壮大，华商已渐渐取代西商的位置，成为推动香港经济发展一股不容低估的力量(余绳武、刘存宽，1994)。

对于华商巨贾的渐露头角，身为《循环日报》创办人而又对当时社会现状有透彻观察的王韬，在《弢园文录外编》内"西商渐忌华商"一文中，便有这样独特而精辟的见解。他写道：

> 近十年以来，华商之利日赢，而西商之利有所旁分矣。即如香港一隅，购米于安南、暹罗，悉为华商为之，凡昔日西商所经营而擘画者，今华商渐起而预其间，其人既能耐劳苦，工值又廉，东南洋一带华人与华人声气相通，帆樯往来，经旬可达，而西商贸易日见其淡矣。此其故，西商口不能言，而心真知之……华商分西商之利，要不过在近今八九年中耳，而西商已不能支，忌嫉之心，渐形于色。即如港中华商蒸蒸日上，衣冠礼仪轶于前时，而西商意存轻藐，常有抑而下之之心，每议阖港之事关于众人者，华商辄不得预其列。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

其心以为权由我操,则庶得张弛如志耳,否则彼将议我之后矣。盖其所憎及华商者,不在予以虚名而在分其实利,其必断断然不欲华商与之齐驱并驾者,特恐虚名实利一并归之,从此益得与之争衡耳。(王韬,2002:76)

香港历史研究者林友兰则提出另一些证据,指出华商正日渐冒起,并与西商之间形成了正面竞争之势。他这样分析:

1877 年,香港的沿海贸易续有进展,多财善贾的华商,纷纷改用汽船载运洋货前往通商口岸……从 1870 年代后期开始,华人已不断收购洋商因营业不振而结束的商行和堆栈,冲破了洋商故意把华人隔离的界线……从 1880 年 1 月至 1881 年 5 月,华人购入原属洋商所有的地产和物业,共值 171 万元……此时,香港华商的财富显然已压倒了洋商。轩尼诗对立法局表示,华人是港岛的最大业主,港府的税收,有百分之九十来自华人。1881 年,轩尼诗进一步透露,香港有每季缴地税 1 000 元的业主 18 人,其中 17 人为华人,洋商则只有渣甸洋行 1 家。(林友兰,1980:79~80)

这段时期的贸易数据带出两点重要启示:其一是华商已逐渐摆脱过往附属于西商的角色,并展示出独当一面的能力;其二是香港的经济结构,已逐渐步上了以转口贸易为主体的方向,从而奠下日后国际转口港的地位。事实上,在这段持续而急速的贸易增长期内,不但股票市场表现理想,物业市场同样发展蓬勃,这是香港开埠以来整体经济表现最为突出的一个时期。

精英吸纳与政商角力

华商的急速兴起,很自然地改变了香港原本的势力均衡和利益分配。正如上一章所言,19 世纪 70 年代之前,欧商巨贾一直以来均垄断着香港的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经济和政治，港英统治者尚且要对他们忌惮三分，惨遭歧视和卡压的华商，更加只能打躬作揖、跟随其后。但是，踏入80年代，随着进出口贸易的日渐兴盛，在中外贸易买卖中扮演中间人角色的华商，地位也日见重要。

事实上，自19世纪70年代起，华人社会无论是在结构上或组织上，已有显著的成长（丁新豹，1988）。举例说，商界的莫仕扬、招雨田、黄均堂、梁安、韦光、高满华、李升、何亚美；法律界的伍廷芳和何启；还有文化界的王韬、陈蔼亭和黄胜等，均为一时俊彦。他们才华初展、头角渐露，自然引来港英统治者的注意。对于这股日渐壮大的新力量，如果港英政府的施政仍是抱残守缺，不加调整，显然会削弱本身的管治能力。

面对这股新势力，港英政府与西商巨贾的看法，截然不同。对统治者而言，香港是一个以华人为主体的社会，华人不可能长期遭到漠视。如果这股日渐膨胀的势力得不到适当的处理和疏导，社会安定的基础将会受到威胁。为此，在轩尼诗执政期间，便刻意转变过往的政策，改为吸纳少撮肯为英国政府效忠的华人精英，进入政府核心。除此之外，他又主动推出若干讨好华人社会的措施，希望借以安抚华人社会。

轩尼诗这个重大的政策转变，除了反映出他个人的人道主义立场与历任港督有异之外，很大程度上也是他对当时社会形势的精辟了解和准确评估。至于他希望以华商之力牵制西商，加强政府管治威信的意图，同样彰彰明甚。事实上，在执政4年后的1881年6月，轩尼诗在某次立法局会议上，便清晰地透露了他“以华商牵制西商”策略的端倪。他这样说：

> ……在过往的4年里，很多人指责我过于怂恿华人……在处理社会事务上，我认为作为港督的应该尽量避免所谓怂恿任何一方或任何一个阶级，相反，应坚持人皆平等的简单原则，维持各方的平衡。这正是过往我一直所做的。（*The Hong Kong Government Gazette*，1881：390）

对既得利益集团的欧资商人而言，华商的急速冒升很自然会带来直接竞争，甚至会威胁他们的地位和削弱他们的利益。出于利益的考虑，西商对华商心存芥蒂，并希望港英政府坚持旧制，严格规限华人活动的想法，实在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

也不难理解。正是因为英国统治者与西商巨贾之间对这股新势力的看法存有差异,彼此间的处理方法和态度,便出现分歧,而争论、冲突也随之而来。

在轩尼诗执政时期,首次引起政商角力的政策,相信是有关刑罚制度的改革问题。有鉴于当时的刑罚过于严苛和不人道,轩尼诗曾在 1877 年 7 月致函加拿芬伯爵,建议改革刑罚犯人的办法,并提出废除在犯人身上烙印及在公众场合鞭笞的做法。对于轩氏的举动,西商们虽然没有公开反对,但对严刑峻法较能保障他们人身安全和企业利益的看法,则明显与政府不同。

1878 年 2 月,在参观东华医院时,轩尼诗除了表扬华商巨贾们服务社会和热心公益之外,还特别提出要让华籍居民与欧籍居民享有同等地位的主张。轩氏的举动,虽然为他赢来华人社会的喝彩,但却惊动了西人社会。为怕本身的利益和特权受到威胁,西商巨贾便携手联袂地群起反对轩尼诗的举动,当中反对最为强烈的,是端纳洋行大班兼立法局非官守议员的赖理(P. Ryrie),他不但多次与轩尼诗公开争辩,认为华洋有别,不应让华人侵扰洋人的生活和利益,还领导既得利益集团上书英国殖民地部,要求英廷把轩尼诗调走,以免他日后做出更多损害西人利益的事情。政商之间的角力,日见表面化(汤开建、萧国健、陈佳荣,1998)。

除了加强与华人社会沟通和倡议废除鞭刑外,轩尼诗又大力支持华人发展社会公益事业。1878 年中,由东莞籍华商卢赓扬和冯普熙等人牵头,倡议成立一个拯救遭拐骗贫困妇女的慈善组织,轩尼诗欣然表示支持。在政府的首肯下,以“保赤安良”为目标的“保良局”,便在该年的 11 月 8 日正式成立(保良局史略编辑小组委员会,1968)。同年 12 月,曾留学英国的华人律师伍廷芳,被委任为“掌法绅士”(日后改名为“太平绅士”),为日后吸纳华人精英进入政府上层架构铺路。

大约 3 个月后,轩尼诗借总检察官菲利浦(G. Phillippo)被调返英国的机会,考虑擢升伍廷芳为署理总检察官。消息传出后,英商哗然。他们认为,如果让华人担当如此高的职位,日后的管治大权有可能落入华人之手,对西人以至港英政府都十分不利。由是之故,他们再次联袂上书英国政府,反对这个安排,并弹劾轩尼诗过于怂恿华人的处事作风,认为他的施政对西人不利。在西商巨贾的强烈反对下,轩尼诗最后只好放弃这个构想。

1880 年 1 月,轩尼诗再次借立法局非官守议员劫比(H. B. Gibb)因病

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

离港，席位出缺的缘故，上书英廷，要求委任伍廷芳暂代其位。当时的英国大臣必殊（M. H. Beach）虽然同意举荐，但却指出委任只属临时性质，而任期也只有3年。虽则如此，轩尼诗吸纳华人精英的施政模式，已算是获得了英廷初步的肯定。至于伍廷芳，则成为香港开埠接近40年来，首名能进入港英当局议事堂——立法局——的华人，意义重大。

正如上一节所提到的，港英政府刻意扭转西商一派独大的做法，可说是立意已久的了。轩尼诗以人道主义之名而吸纳华人精英的做法，不但可以达至牵制西商之实，更能收安抚华人社会之效，实在一举两得。不过，这个做法，在落实之初，则阻力重重，几乎使轩尼诗陷于与既得利益集团决裂的境地（林友兰，1980）。虽然面对内部保守势力和欧商巨贾的种种压力，轩氏仍然力排众议，坚持己见，把政策推行到底，奠下日后精英吸纳的格局。另一方面，由于轩尼诗推行安抚及同情华人的措施，也使他在任期内赢尽华人社会的一致称誉和支持（汤开建、萧国健、陈佳荣，1998）。

在1881年6月4日的立法局会议上，当谈到放宽原初禁止售卖土地给予华人的规定时，轩尼诗再次为他坚持公平原则的施政和主张辩护。他解释："不应容许不公平制度的出现，应让华人有公正而平等的竞争环境。"（*The Hong Kong Government Gazette*，1881：390）其次，他又以香港总商会要求他登记所有华资企业内的"不活跃股东"（sleeping partners）以增强监察，但又不赞同将规定扩展至欧资企业事件为例，说出不公平制度的弊病。他甚至认为这种不公平的制度，只会引起华人更大的不满，不利整体社会的长期稳定和发展。他这样说：

> 过去3年，华人不断涌入（香港），他们在此定居、置业。毫无疑问，他们所做的，将给全体居民带来巨大利益。我必须强调，这种利益，并非单纯地只是为着女皇辖下华人子民一己的富足，相反，当香港繁盛起来，我们的民族同样可以受惠……整体而言，由欧资商人所拥有及经营的公营公司（即公开招股的有限公司），表现极佳。举凡码头、糖厂、轮船运输、保险、煤气以至银行服务等业，皆欣欣向荣。为什么香港的公营公司可以较其他地方兴旺而成功呢？……当然，企业各自的努力是他们成功的原因之一。但我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

也不要忘记，他们是在一个以华人为主体的社会中进行商业经营的，我认为没有本土华人的贡献，我们国人的企业很难欣欣向荣。也即是说，华人与香港经济的发展实在有着不可分割的关系。(*The Hong Kong Government Gazette*，1881：391～392)

在轩尼诗看来，香港的繁荣，华人的贡献实在不少，如果政府不给予较为公平的对待，而仍然任由少数欧资巨贾操纵政治、独占利益，香港经济发展的动力和社会稳定的基石，将会受到很大的威胁和破坏。这个远景，正是统治者所不愿看到的。

正是因为这种政策上的重大变动，华人的社会参与才日渐增多，经济发展也日见兴盛。事实上，港英政府与华人领袖之间，似乎有着很多共同的利益和目标——大家都希望在稳定的社会环境下发展经济、争取最大利益。从这个角度上看，轩尼诗的新政策正好展开了港英政府和华商领袖之间，互相利用和互相合作的所谓“伙伴关系”(partnership)，各取所需(Munn，1997)。作为被吸纳的一群，华人精英当然名利双收，而港英政府则可借他们的名望，牵制西商，平衡各方利益，从而强化了本身的领导权威。由于港英政府能够取得那些华人领袖的支持，并且由他们担当协调和监控的角色，抑制西商巨贾的气焰和苛索，香港社会也变得较为稳定，经济发展的动力，也明显地增强了。

楼市泡沫与财富转移

在轩尼诗主政期间，华商因能得到较为公平待遇而迅速抬头，并间接引来一场楼市泡沫。该场泡沫最后虽然爆破，而很多华商甚至被逼走上破产之路，但他们日见重要的角色，则已不容当局忽视。表面上看，这场楼市泡沫未必与本书的讨论主题有直接关系，但是，从深层次上看，两者实在有着很多联系，尤其是从华商、西商与港英政府相互角力的层面上看，彼此间万缕千丝、纠缠不清的关系则更为明显，至于地产市场与金融市场之间的关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

系，同样极为密切。由是之故，我们有必要在此谈谈这场楼市泡沫。

香港岛地少山多，可供居住的空间本已十分有限，而大部分土地又控制在欧资商人手上，使华人可以选择居住的地方更少。更有甚者，自 19 世纪 70 年代起，香港人口的增长步伐又日快一日。举例说，在 1872 年，香港的人口只有 121 976 人，到了 1881 年年初，总人口已达 160 402 人(*Historical and Statistical Abstracts of the Colony of Hong Kong 1841 – 1930*, 1932)。

在人口日见膨胀而楼宇供应没甚增加的情况下，很多市民除了被逼“捱”贵租外，还要忍受环境卫生恶劣和居住空间挤逼之苦。据对香港历史有深厚研究的学者安德葛(G. E. Endacott)估计，在 19 世纪 80 年代，某些华人聚居的地方，人口密度极高。就以维多利亚城某些华人聚居的地方为例，每英亩土地上便居住了接近 1 600 人。人烟稠密的状况，不难想见(Endacott, 1964: 146)。对于这个极为挤逼的居住环境，王韬有这样精简而细致的描述：

> ……华民所居者率多小如蜗舍、密若蜂房。计一椽之赁，月必费十余金，故一屋中多者常至七八家，少亦二三家，同居异爨。寻丈之地，而一家之男妇老稚，眠食盥浴，咸聚处其中，有若蚕之于茧，蠖之蛰穴，非复人类所居。盖寸地寸金，其贵莫名，地球中当首推及之矣。(王韬，2002: 148)

由于人口不断膨胀，楼宇供应没法追上需求，租金自然不断攀升。据另一位历史学者鲁言(梁涛，笔名又为鲁金)粗略的推算，自轩尼诗上任到 1881 年短短 4 年间，租金升幅已近六成。在上环永乐街的一栋楼宇，8 年的租金总收入，已等同该物业的市值。换言之，如果有人愿意“置业收租……8 年便可以翻本(回本)”(鲁言，1981)。物业投资回报率之高，可想而知。

由于物业投资的回报率高，某些较具财力的华商也会选择以此作为长线投资。在轩尼诗执政初期，土地物业的价格只是缓慢地上升。但是，自 1879 年底起，买卖渐见活跃，而价格也节节上升，至于有人从买卖中获取厚利的消息，更是不胫而走。到了 1881 年初，楼市开始出现泡沫，很多投机者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

并非为着长远投资或是为着本身需要而买入土地，他们只是趁买卖成交期内不用支付大笔尾数和承担法律责任的空当，迅速寻找新买家，再将物业转手，套取差额利润。在这种投机行为的推动下，楼市便变得火热起来。

不过，这时期的楼宇买卖，有一个十分突出的地方。卖方大多是欧资商人，而买方则多为华资商人(林友兰，1980)。对于这个现象，《中国邮报》也这样描述："很多投资在物业上的资本，是来自中国(华人)的。但是，大家似乎认为本殖民地的高级官员们，很少会将资金花费在永久性的物业上。"(*The China Mail*, 23 May 1881)也即是说，从这个一买一卖的过程中，土地迅速地由西人之手转到华人之手，而资金则由华人之手流向西人之手。

对于这个十分特别的财富转移现象，轩尼诗在1881年6月的立法局会议上，也有谈及。他甚至列举过往1年半以来的交易数字，说明由于华人经济实力日渐壮大，土地也很自然地流入他们的手里。轩氏透露，自1880年1月1日至1881年5月11日这段期间，华人从外国人手中购入土地物业的金额高达1 710 036元，从政府购入的，则有17 705元。也即是说，单在上述时间内，华人总共已购入价值1 727 741元的土地物业了，至于外国人向外国人购买和外国人向华人购买的土地物业，总额则只有221 810元(表2.1)。

表2.1 1880年1月1日至1881年5月11日已完成买卖的土地及物业资料

类别	价值
华人向外国人购入物业	1 710 036
华人向政府购入物业	17 705
外国人向外国人购入物业	216 750
外国人向华人购入物业	5 060
买卖总额	1 949 551

资料来源：*The Hong Kong Government Gazette*, 1881: 386

除了官方数据外，在楼宇炒风炽热的时期，《中国邮报》曾在1881年5月5日至6月9日连续数次刊出楼宇买卖的最新而又较为详细资料，阐述市场的情况。为了让读者便于了解，该报还将交易分类，指出哪些是西商卖给华商、哪些是西商卖给西商和哪些是华商卖给华商。其次，该报又特别注明哪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

些交易使卖方获利，或是利润的多寡等，这些信息，多少给人有“市道俏丽、赚钱容易”的感觉。这段时期的资料，某些地方或者和轩尼诗的资料有所重复，但有些却可补充官方资料的缺点，实有非常重大的参考价值。由于交易颇多，我们在此只节录华人购入部分（表 2.2），借以说明该时期的楼宇买卖情况。

表 2.2　1880 年底至 1881 年 6 月 9 日楼宇买卖纪录（华人购入部分）[注1]

地　　段	地址及位置	屋宇细目	价格（港元）
1881 年 5 月 5 日之前买卖纪录			
* 647 号地段	雅宾利道	2 间洋房	20 100
* 522 号地段	坚道	1 间洋房	12 000
* 8 号地段[注2]	劫行大厦	1 间货仓	240 000
* 769 号地段	皇后大道东	21 间房屋	7 000
* 47 号地段[注3]	皇后大道东	7 间商铺及货仓	30 000
* 801A 号地段	炮台街	12 间商铺	23 000
* 52 号地段	皇后大道、海旁路及安定确里	26 间商铺	95 000
* 202 号地段[注4]	皇后大道、海旁路、永乐街及苏杭街	52 间商铺	350 000
* 4 号地段	文咸街海旁路	23 间商铺	76 000
* 34 号地段[注5]	海旁路、永乐街及苏杭街	11 间商铺	103 000
* 62 及 194 号地段	荷里活道	2 间洋房	35 000
* 54 号地段[注6]	太平洋市集	67 间商铺	243 700
67 号地段	皇后大道及文咸街	7 间商铺	57 500
764 号地段	皇后大道西	4 间商铺	16 000
* 88 号地段	皇后大道东	14 间铺	20 000
73 号地段	皇后大道东	13 间商铺连货仓	36 000
* 517 号地段	皇后大道东	1 间货仓	7 000
* 650 号地段	皇后大道东	4 间房屋	10 150
105 号地段	结志街	11 间房屋	43 000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续 表）

地段	地址及位置	屋宇细目	价格（港元）
71 号地段次分段	皇后大道西	8 间商铺	34 500
447 及 448 号地段[注7]	皇后大道西及第一街	15 间商铺	36 500
632 号地段	第一街	12 间商铺	14 500
* 138 号地段	（没说明）	东方酒店大厦	33 300
90 号地段	荷里活道及歌赋街	25 间商铺	66 000
52 号地段	威灵顿街	8 间房屋	29 000
68 号地段次分段	皇后街及海旁路	14 间商铺	75 000
37 号地段次分段	皇后街及皇后大道	14 间商铺	79 000
37 号地段次分段	海旁路西	4 间商铺	54 500
89 号地段次分段	文咸街	6 间商铺	45 000
639 号地段	第二街	22 间房屋	18 000
13 号地段次分段	威灵顿街	3 间商铺	20 000
207 号地段次分段	摆花街	10 间商铺	32 000
47 号地段[注8]	皇后大道中	房屋及商铺	57 000
* 101 号地段	必列啫士街	11 间房屋	13 000
402 号地段	必列啫士街	8 间新建房屋	16 000
* 157 号地段	必列啫士街	42 间房屋	48 500
1 及 129 号地段次分段	摆花街	30 间商铺	74 000
* 108 及 109 号地段	摆花街及荷里活道	3 间房屋	50 000
* 14 号地段	皇后大道、海旁路及砵典乍街	38 间商铺	275 000
* 10 及 12 号地段	皇后大道及海旁路	端纳洋行大楼	275 000
* 62 号地段	皇后大道及海旁路	40 间商铺	250 000
* 99 及 100 号地段[注9]	海旁路中	2 间房屋	168 400
* 65 号地段[注10]	皇后大道东及海旁路东	蓝色大厦	110 000
3 号地段	海旁路及永乐街	16 间商铺	180 000
644 号地段	雪厂里	（没提供）	12 525

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续　表）

地　　段	地址及位置	屋宇细目	价格(港元)
1881年5月5日至5月23日买卖纪录			
32号地段	皇后大道西及第一街	10间商铺	29 000
9及35号地段	皇后大道东	13间房屋	15 000
297号地段	皇后大道东	8间房屋	4 000
73号地段	皇后大道东	12间商铺	28 000
293号地段	皇后大道中	1间洋房	55 000
17A号地段	皇后大道中近香港药房	1间洋房	41 000
159号地段	云咸街及己立街	40间房屋及商铺	124 000
105号地段次分段	文咸街	1间商铺	26 000
不同路段(没说明)	海旁路、永乐街及苏杭街	14间商铺	198 000
801B号地段	炮台街	12间房屋	25 000
(没说明)	海旁路中	法国公司办公楼	63 000
65号地段	皇后大道东及海旁路东	蓝色大厦及货仓	126 000
1881年5月24日至30日买卖纪录			
(没说明)	文咸街89号	1间房屋	20 000
(没说明)	海旁路中89号	1间房屋	23 000
(没说明)	永乐街83号	1间房屋	21 800
116、428-9号地段	海旁路东	14间商铺及货仓	(没说明)
199号地段	皇后大道东	14间商铺	31 500
(没说明)(注11)	皇后大道东(广东市集)	48间商铺	55 500
164号地段	皇后大道中及单利街	7间商铺	60 000
28及144号地段次分段	苏杭街及文咸街	2间商铺	42 500
77号地段	皇后大道中	7间商铺	21 000
1881年5月31日至6月9日买卖纪录			
73号地段次分段	皇后大道东	12间房屋	31 300

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续 表）

地　　段	地 址 及 位 置	屋 宇 细 目	价格(港元)
65 号地段	皇后大道及海旁路	蓝色大厦	130 000
293 号地段	皇后大道中 8 号	亚峰大厦	57 000
10 号地段	海旁路 15 号	加路城治大厦	57 000
28 号地段次分段	苏杭街 79 号及文咸街 46 号	2 间商铺	44 000
144 号地段	苏杭街 81 号及文咸街 48 号	2 间商铺	45 000
89B 及 D 号地段	永乐街 15 号及 17 号	2 间商铺	42 000
291 号地段	皇后大道	新渣打银行	66 000

注 1：原资料刊出后，政府土地测量官(surveyor)艾福德(G. R. Alford)曾致函《中国邮报》，更正部分细目，本表已加入艾氏勘误部分。在 1881 年 5 月 5 日之前的交易，原资料特别用“*”号说明哪些物业是外国人卖给华人的。
注 2：内有海面路段(Marine Lot)2 段。
注 3：合约有纠纷，案件后来交由法院处理，参考《黄祝霖控蔡礼棠案》。
注 4：内有海面路段 10 段，该物业随后以总共 500 000 元分售，账面获利 150 000 元。
注 5：该物业 2 天后以 118 500 元转售，账面获利 15 500 元。
注 6：原买入价为 45 700 英镑，折合港元 243 700 元。
注 7：参考注 3。
注 8：没有说明有多少间房屋或商铺。
注 9：合约有纠纷，案件已交由法院处理，参考《李德昌控都爹利案》。
注 10：原购入价为 100 000 元，账面获利 10 000 元。
注 11：数年前以 25 000 元购入，账面获利 30 000 元。
资料来源：*The China Mail*, 23 & 30 May 1881; 9 June 1881; Alford, 1881a.

表 2.2 的资料带出 4 点值得注意的地方。第一，1881 年 5 月 5 日前的交易，大部分应该与官方数字重复，但内容则较为充实；第二，有部分交易只是签署了临时合约，严格而言，这些合约并不符合官方有关楼宇交易的定义，但对楼市炒卖情况，则很有参考价值；第三，交易资料清楚显示有投机者从中获利，而且数目不少；第四，在楼市畅旺之时，报章上的这些大肆报道，极有可能会助长市场的炒卖活动。

据其中一位《中国邮报》读者的观察，在楼市炽热之时，3 至 20 位华人往往自组公司，再以公司名义进行物业买卖。就以一个价值 30 000 元的物业为例，“小订”(签署意向书时的订金)约为 400 元，“大订”(签署正式买卖合约时的订金)也只是 3 600 元左右。换言之，“首期”订金(当时称为“买主订金”bargain money)约为 4 000 元左右，而正式成交期(grace days for completion)则往往有 60 至 90 天。如果在成交期结束之前，仍没法转售物

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

业，“买主订金”会被没收，他们虽有一些损失，但却不用承担其他责任和债务。若在正式成交期内有买家承接，他们则可轻易获得利润（*The China Mail*, 28 May 1881）。在那个楼宇市场“牛气冲天”的时候，华商们或多或少地参与了这场“接火棒”的投资游戏，“炒”个不亦乐乎。

从楼市泡沫爆破后法庭诉讼案的供词中，我们或者可以粗略地了解炒风激烈时投资（投机）者一窝蜂地进行炒卖的不理性行为。举例说，为了尽快完成交易，有投机者在购入物业前，根本连物业位处何地也不知道。《中国邮报》的法庭新闻中，便这样引述：“他（买家）在签署买卖合约之前，并没有查看该地皮的相关登记地图（图则）和位置，他甚至连该物业有多大也不知道”（*The China Mail*, 4 January 1882）。

其次，我们也可引述另一件法庭诉讼的报道，印证投机者如何在楼市牛气冲天之际，在有心人的鼓动下，急不可待地入市。

> 正如被告人向卢索尔按察司（Justice Russell）所言，当他看到别人从中赚取巨大利益时，他自己也相信赚钱可以很容易，并认为自己能从中攫取一些好处。我们可以概括地说，那些向他招揽的人，在洽谈交易时一定会说上很多利诱的话，说什么很多人都从这些（房屋）买卖中赚取了巨大利润等等，使他们动心并上当。（*The Hong Kong Telegraph*, 16 November 1881）

在楼市泡沫不断膨胀之时，投资者似乎一厢情愿地看好后市，他们根本没有意识到气泡爆破后的结果。到了最后，当风暴真的来临时，很多投资者才恍然大悟，领会到当中的风险和利害。可惜，为时已晚了，他们最终也要为自己盲目跟风和麻痹大意的投资行为付出沉重的代价。

泡沫爆破与华商败阵

然而，这场“地产泡沫”只是维持了短短的 5 个月左右，便迅速爆破。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1881 年 10 月中，英国殖民地部在军方和英商的多番要求下，决定深入调查香港的公共卫生情况，并派出资深水利专家翟域(O. Chadwick)来港，着手研究(Endacott, 1958; Eitel, 1983)。当时，社会上有传言指为了改善公共卫生的问题，政府计划取缔华人楼宇。很多华人闻讯，甚为惶恐。为怕手上的物业遭政府强行收回时变得一文不值，大家便一窝蜂地争相把物业抛售。这种盲动的行为，使楼宇的价格如被推倒的骨牌般狂跌，一发不可收拾，泡沫最终爆破了。

当楼价大跌之时，政府土地测量官艾福德(R. G. Alford)曾致函《中国邮报》，讲述当时土地拍卖的情况，并呼吁投资者注意楼市下滑所带来的风险。艾氏的文章，或者可以具体地反映出市场逆转时的情况。

> ……本港市内第 202 号地段，位处皇后街与苏杭街之间，面积约 1 383 平方尺，上个暑假以 36 500 元购入，今天则只以 20 500 元卖出，合共录得 16 000 元或 41%的亏损，该地的原购入价为每平方尺 26 元，现今的出售价则为每平方尺 14 元……本港市内第 92C 号地段，位处太平山西边街与皇后街交接，面积约 1 500 平方尺，数月前的买入价是 18 000 元，今天则以 9 500 元的价格卖出，该地原购入价约为每平方尺 11 元，现今的售出价为每平方尺 6 元，合共录得 8 500 元或 47%的亏损。(Alford, 1881b)

翌日，有一署名“ABC”的人致函《中国邮报》，驳斥艾福德的观点，认为艾氏看法片面，楼市应该仍可以看好。据他个人了解，该拍卖会很少人参与，没有足够的代表性，一些有兴趣投标的买家均没有出席，直接影响了投标的价格。那位“ABC”读者甚至指出，香港的房屋价格虽然略有调整，但最后仍会持续攀升。他这样写：

> ……香港每年均有数以千计的移民涌入，楼宇实在很有需求。但是，由于楼宇的数量有限——数目不足以应付日渐上升的人口，使房租日高一日。其次，富裕华人家庭开始把资金转投到地产物业上，这是一件十分自然的事。土地在(中国)内地的回报不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

高……但在本殖民地则起码每年有百分之五……当然，在这个日渐昌盛的殖民地，作为地主还有其他好处，我在此则不多说了。整体而言，我觉得购买物业是一项很安全的投资，我们实不用担心这项投资会贬值。(*The China Mail*, 17 December 1881)

就“ABC”仍然有意推波助澜，煽动炒风的作为，《士蔑西报》显然看不过眼。两日后，该报发表了一篇措词强硬的社论，直斥“ABC”的所为，并将他形容为“披着羊皮外衣的豺狼”(wolf in sheep's clothing)。为什么有些人会刻意误导市民呢？社论认为当中明显牵涉私利。

正当公众人士已睁开眼睛，并注意到数月来那些无良人士为着一己之肥而不惜牺牲诚实人利益之时，他们现在又再次鼓起弹簧之舌，尝试愚弄大众，说到底都是个人私利作怪。(*The Hong Kong Telegraph*, 19 December 1881)

在该报看来，当时的楼市狂热，纯属少数别有用心投机分子的炒作，当中甚至有人鱼目混珠、浑水摸鱼，乘机捞取利益。该报认为，整个楼市泡沫只是“一个巨大而令人蒙羞的骗局”(a gigantic sham and swindle)，市民大众实应小心提防，以免遭人误导，跌进骗局(*The Hong Kong Telegraph*, 19 December 1881)。对于《士蔑西报》似有所指的弦外之音，当时那些损失惨重的华商着实应该细心咀嚼、慢慢回味。事实上，很多华商此时才如梦初醒，发觉那场炒卖游戏，似乎有一些明显的规律。林友兰对这场游戏有这样的分析：

华商的地产投机狂潮，到了1881年10月，便从最高峰倒下来，物业市价下跌百分之四十五。这场大投机，主要的买方是富有的华人，主要的卖方是洋商。前者只知买进，后者乘势抛售。地皮和物业的市价越“炒”越高，华商从沿海贸易赚得的财富，转眼便落到洋商的银行户口里。(林友兰，1980：85)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为什么损失的大多是华商，而能避过灾难，甚至从中获利的则大多是西商呢？冯邦彦则这样看：

当时，很多洋商也参与地皮物业的投机活动，不过，他们事前知道英国殖民地部将派专员到香港调查，计划取缔华人旧式屋宇，所以在1881年地价最高峰期已将物业转卖给华人……而华商并不知道危机将至，仍积极承购。及至有关消息传开，华人争相抛售物业，导致地价、楼价大跌，损失惨重、破产者极多。（冯邦彦，2001：44）

也有学者这样评论：

……1881年上半年，西人抛出的土地和物业共达171万元，几乎全部由华人承购。这其中一个很重要原因是西商从政府内部获得消息，政府因公共卫生情况要取缔华人楼宇，而这消息一直对华人封锁。拥有地皮和楼宇的西商纷纷抛售，甚至是中区心脏地带的物业和地皮。不知情的华人则争先恐后地抢购，致使涨价达6倍之高……到1881年下半年，华人才了解到政府要取缔华人楼宇的消息。10月，地产价格狂泻，下跌百分之四十五，争相抛售地皮楼宇，不少华人在这场炒风中破产。（汤开建、萧国健、陈佳荣，1998：211）

在*Europe in China*一书中，欧德理（E. J. Eitel）更加精辟直接地指出，那些买家是亲轩尼斯的华商。欧氏这样写：

在这次地产投机大崩溃的浪潮中，损失最惨重的是买入一方的华人，他们主要是那些深受轩尼诗爵士敬重和礼待的华人领袖。至于售卖一方，则主要是政府、英商和一些外国居民。在地产市场陷入困境之前，物业买卖转手的速度急剧，价格更屡创新高。（Eitel，1983：536）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

简单地说，在楼市被炒得热火朝天之前，少数西商巨贾应该是早已“洞悉先机”，知道英国政府将会派专家来港，调查香港的公共卫生情况，并有可能清拆那些不符合西方标准的华人屋宇。这个重大举动，将无可避免地冲击整个物业市场。于是，他们借着楼宇（土地）供应短缺之机，事先营造市场向好的气氛，再乘势将手上物业卖掉，把损失转嫁他人（鲁言，1981）。一向立论较为中肯的《士蔑西报》，在楼市逆转后的一段评论，最值得玩味。该文章这样说：

> 现时的楼市狂热，纯属一种虚假的生意（bogus business），它的价格被一班没原则的骗徒刻意抬高，借以蒙骗那些头脑简单的人。（*The Hong Kong Telegraph*，16 November 1881）

这次华商败阵的最主要原因，明显是他们的政治后台不足。由于少数欧商巨贾的影响力能深入港府——甚至英国伦敦——的决策核心，他们除了对政府的施政有很大影响力外，在资讯掌握上，当然也会“早人一步、占尽先机”。由于这些西商巨贾能掌握政府内部的消息，他们便能看风使帆、推波助澜，甚至化危为机。换言之，华商的失败，并不在于财力的弱强或经营的劣优，最重要的关键，实在是政治后台的向背。作为香港的次等公民，华商实在很难跟西商巨贾——一班与港英统治者有千丝万缕关系的商业精英——作正面交锋。

买卖纠纷与法律诉讼

泡沫爆破后，楼价大跌，很多投资（投机）者均损失惨重。有些被逼变卖资产还债，有些被逼破产，有些甚至被逼出走香港，离开伤心地。据说，作为华人精英代表人物而深受轩尼诗赏识的伍廷芳，正是因暗中炒卖地皮但却“看错市”而弄致落荒而逃，最后甚至要放弃立法局议员的职位，退走香港，黯然返回大陆，投靠李鸿章，成为他的幕僚（Endacott，1958）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

由于很多买卖出现“烂尾”(没法完成交易),结果引起一连串法律诉讼。在1881年至1882年期间,《中国邮报》几乎每天均有报道与楼宇交易纠纷相关的“官司”。而这些官司,恰好反映出当时楼宇市场的风高浪急和波谲云诡。以下我们不妨挑选一些较具代表性的案件,逐一作出说明。

第一个较有代表性的案件,名为《黄祝霖控蔡礼棠案》(*Wong Chuk-lam v Choi Lai-tong*)。1880年10月23日,原诉人黄祝霖(Wong Chuk-lam)以35 000元的价格(包括佣金),向被告人蔡礼棠(Choi Lai-tong)购入位处皇后大道西447及448号地段的地皮及相关物业,并签下临时买卖合约。按该临时合约的规定,买方在签约当天先付“小订”100元,余下的“大订”1 200元,则协议在10日后缴付,至于整个交易的尾数,则在1个月后签署正式合约时付清。

然而,自签署临时合约并收取所有订金后,楼价便拾级而上,卖方觉得“卖得太廉宜了,让对方赚了大钱”,因而多次拖延签署正式合约的时限,但却没有提出终止合约或退回订金等安排。原诉人多次派经纪上门,要求完成合约,但都不得要领。最后,原诉人只好将案件交由法庭处理,要求被告人退回订金,赔偿相关损失(*The China Mail*, 27 June 1881)。

表面上看,该案并不那么复杂。由于双方早已签下买卖合约,只要按该合约的规定办事,便可解决。但是,当讨论到合约的条文时,法庭才发现卖方的签署人为“李瑞南”(Li Sui-nam),这与被告人的名字——蔡礼棠——完全不同。法官和陪审团对这个“新发现”颇感疑惑,甚至闹出原业主另有其人或合约是否假冒等问题。如果合约属假冒,或原业主另有其人,则整个讼诉方向完全不同,案件甚至要重新进行聆讯。由于蔡礼棠坚持自己既没有签署,也没授权任何人签署,法庭有理由怀疑证物为伪造。由是之故,法官决定押后聆讯,并打算解散陪审团(*The China Mail*, 10 November 1881)。

经过长达8个月的扰攘,楼市已从疯狂归于平淡。到1882年1月13日,蔡礼棠终于在法庭上承认合约是他亲笔所签。按蔡氏的解释,“李瑞南”乃他的“别名”,在某些场合上,别人会以“别名”称呼他,他亦会以“李瑞南”的名义与人交往。正因如此,他在签署买卖合约时,便很自然地签上了这个名字。由于合约的真确性没有疑问,而当时的法律又没有规定华人不可以采用“别名”或“别字”,法庭便颁下判令,要求被告人按合约规定,履行合约,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

算是结束整个纠纷(*The China Mail*, 13 January 1882)。

从法律层面上看,此项交易实不应有纠纷出现。事件的关键在于卖方在签署合约时采用“别名”,而物业转手后价格则持续上升,因而产生了灰色地带,并诱使被告人作出“否定”合约的举动。由于楼市急速爆破,楼价重回风暴前的水平,而“假冒合约”的罪名又着实不轻,被告人最后才承认合约的真确性。虽然诉讼最终解决,但被告人在楼宇价格暴涨的巨大利益引诱下,所作出的贪婪行为,则在法庭上表露无遗。

另一件较具代表性的案件,要算是《李德昌控都爹利案》(*Lee Tak-cheong v G. Duddell*)了。案情是这样的,在1880年10月前,原诉人李德昌(Lee Tak-cheong)在物业经纪贾迪斯(F. D. Guedes)的介绍下,向被告人都爹利(G. D. Duddell)购入位处海旁路中99及100号地段的地皮及其相关物业。由于被告人年纪老迈,并已返回英国定居,整个买卖便交由物业经纪负责。换言之,贾迪斯具双重身份,他既是都爹利的代理,也是授权人。正是因为这个双重身份,才埋下了日后交易纠纷的伏线(*The China Mail*, 10 January 1882)。

最初,贾迪斯电告都爹利李德昌愿意以150 000元购买海旁路中99及100号地段的地皮及其物业,都爹利同意,双方准备签署合约。不久,都爹利从渣甸洋行(都爹利的原代理人)处了解到香港的物业市道正在上升,当时该物业的估值应有168 000元。为此,都爹利回电贾迪斯,拒绝他原初的建议,并反口要求抬高价格至168 000元,贾氏只好再和李德昌及其经纪商量。由于市道向好,李德昌最后也同意新价格。贾迪斯马上回电都爹利,请求答复。都爹利的回复十分正面,他接纳168 000元的价格,同意出售该物业,并指示贾迪斯代为签约(*The China Mail*, 11 January 1882)。

双方签下合约后,都爹利再次收到渣甸洋行方面的消息,说该物业又进一步攀升至200 000元了,贾迪斯的出价似乎过低,并暗示贾氏或者有利益冲突的问题。至此,都爹利便以贾迪斯没有得到他的合法授权而拒绝完成交易,希望再次抬高价格。原诉人认为贾迪斯已获被告人的正式授权,因此便将案件交由法庭处理(*The China Mail*, 11 January 1882)。

经过一轮聆讯后,法官认为从贾迪斯和都爹利多番的电报交换过程中,代理人确实已充分获得被告人的授权和指示,才会进行相关的洽谈和买卖。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

据此,法官判决原诉人的合约有效,被告人必须按规定履行合约,并赔偿对方损失(*The China Mail*, 8 March 1882)。

本案最有参考价值的地方,是被告人在楼市火热之时多次反口,并提高叫价,这些价格,正好反映了当时市场的情况。第一次反口提价上升了12.0%,第二次反口提价更高达19.0%。若以原叫价为基准,比照第二次反口提价,升幅高达33.3%。换言之,在短短的三两个月内,楼价已急速攀升。物业市场被过度炒卖的情况,彰彰明甚。

第三个选取的案件,是《米切尔控伍佑案》(*G. E. Michell v Ng Yow*)。在该案中,我们甚至可以清楚地了解到楼市泡沫爆破前后的情况。该案的控方为米切尔(G. E. Michell),他在楼市被炒得火热之时(1881年7月28日),以104 000元出售位处皇后大道中的67号及174号海面地段的土地给伍佑(Ng Yow)。由于原诉人已返回英国定居,合约成交期较长。在此期间,伍佑曾趁楼价上升时将物业转售第三者,不过,由于米切尔的合约还没完成,他的转售没有成功。

俟后,楼市便迅速逆转,楼价急跌,"从签署合约至今,物业市道已大幅贬值"。为了逃避损失,伍佑最后以合约被原告人拖延太久,并导致他没法及时脱手为由,拒绝承认交易。经多番交涉无效后,原诉人便将案件交由法庭处理,向被告人索偿(*The China Mail*, 4 May 1882)。

经过一轮审讯后,法官指出被告人在洽谈买卖之时,已清楚地知道原告人是定居英国的,在电报往来需时的左右下,成交期较长实在无可避免。其次,法庭还认为双方已明确签下临时买卖合约,交易的有效不容置疑。在听取陪审团的意见后,法官判米切尔胜诉,伍佑必须承担该物业因楼价下滑所造成的损失。

按当时的法庭传召的物业估值员评估,原物业在1882年5月份的价格,只有61 000元。考虑到估值员的意见认为当伍佑在1881年10月购入该物业时其市值只有100 000元,而非104 000元,法官便以100 000元作指引,减除1882年2月时(案件交由法院处理的时期)的市值(即61 000元)和按金10 000元,再额外扣减4 000元作为减轻物业被过度估值的风险,要求伍佑向原告人赔偿25 000元的损失。也即是说,在短短的半年内物业已贬值四成多了(*The China Mail*, 25 May 1882)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

本案较为特别的地方是原诉人起初要求对方履行合约，完成交易。后来，却改为收回土地，并要求对方赔偿损失。在整个“炒卖游戏”中，原诉人寸土不失，但却套取了35 000元。这个银码，在当时的生活水平而言，的确是一个十分庞大的数目。举例说，1880年香港政府全年的总收入为197 000英镑，折合港币约为1 050 523元。也即是说，伍佑的账面亏损，已等同政府全年收入的3.33%了。事实上，这个例子可以让我们清楚地看到，当时华商们如何在这个“炒卖游戏”中，“赔了夫人又折兵”，财富被白白地吞噬，惨痛地败在西商的手里。

从以上3个不同性质的法律讼诉中，我们除了可以看到人性贪婪的一面外，更可以粗略地掌握中西商人们财富转移的情况。在这个尺土寸金的香港，土地一向以来都是十分珍贵的财产。社会上普遍认为，谁控制土地，谁得天下。在早期的社会，西商借着本身与政府千丝万缕的关系，垄断经济、操纵土地，主导着香港的命运，华商财力再强，也很难与之匹敌，败阵在所难免。事实上，华商在这场势力悬殊的不平衡“斗争”中，处处受到掣肘，一直要等到百年之后，才可以真正扭转大局，击败西商。

楼市平复与股市上扬

在楼市泡沫爆破的负面冲击下，虽然有部分华商损失惨重，有些甚至被逼走上破产的道路，但香港的经济根底，则没有受到太大的影响。随着楼宇市场的日趋平静，人心也渐见稳定。事实上，自楼市泡沫爆破后，香港的进出口贸易不但没有受到太大冲击，反而获得不错的增长，至于有些大型企业，更加因为增长迅速、获利丰厚而使股价持续攀升。

正如本章开首时我们在图2.1中所谈到的，自1880年起，香港的进出口贸易便踏入一个强劲而持续的增长期。在这个每年贸易额均达双位数字增长力量的推动下，公众公司的数目也与日俱增。举例说，当轩尼诗刚上任时，公众公司只有13家，1878年上升至15家，之后的1879年至1881年，转变不大，数目只徘徊在16家之间。但是，从1882年至1886年，数字则由18

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

家持续上升至27家,增幅十分显著(表2.3)。

表2.3 1877年~1886年公众(有限)公司数目一览表

每年年底	公众公司数目	每年年底	公众公司数目
1877	13	1882	18
1878	15	1883	20
1879	15	1884	22
1880	16	1885	24
1881	16	1886	27

资料来源: *The China Mail*, 1887 - 1886

除了公众公司数目有不错的增长外,企业的类型也渐见多元化。在19世纪80年代前,企业往往只是集中在银行、码头、保险和航运等依赖进出口贸易的几个范围上。踏入80年代,新冒起的企业则以制冰(香港雪厂 Hong Kong Ice & Cold Storage, 1880年成立)、制糖(吕宋糖厂 Luzon Sugar Refinery, 1882年成立)、制绳(香港麻缆厂 Hong Kong Rope Manufacturing, 1884年成立)、采矿(霹雳采矿 Perak Tin Mining, 1883年成立;雪兰莪采矿 Selangor Tin Mining, 1884年成立;彭湛采矿 Punjom & Sunghie Mining, 1886年成立)和传统的航运(中华马尼拉汽船 China Manila Steamship, 1883年成立;德忌笠汽船 Douglas Steamship, 1886年成立)为主,显示某些初级工业和次级工业也渐有发展。随着不同行业的兴盛,香港的经济基础也日渐壮大起来。

其次,各公众公司的股票价格,也有相当突出的表现。就以几家较具代表性的企业为例,在1877年12月31日,汇丰银行的股票为每股溢价58%,香港火烛保险为每股685元,香港黄埔船坞为每股折让4%,粤港澳轮船为每股折让16%,而香港大酒店为每股58元。企业之间的股份既有溢价也有折让,显示企业有盈有亏,表现仍不算理想(*The China Mail*, 31 December 1877)。

到了1882年12月26日,汇丰银行每股溢价163%,香港火烛保险为每股1 125元,香港黄埔船坞为每股溢价53%,而粤港澳轮船则早已摆脱折让

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

局面，每股作价 107 元，至于香港大酒店的股价也上升至每股 125 元的水平。也即是说，基本上所有企业均获得盈利了（*The China Mail*，26 December 1882）。

4 年后的 1886 年 12 月 31 日，股价更为突出。举例说，汇丰银行除了发行股份由 1882 年的 40 000 股上升至 60 000 股外，股价仍可保留在 165%的溢价水平。其他公司如香港火烛保险的发行股份由 1882 年的 2 000 股上升至 8 000 股，股价虽摊薄至 427.5 元，但整体股价则上升了；香港黄埔船坞的股份由 1882 年的 10 000 股增加至 12 500 股，股份仍有 123%的溢价；粤港澳轮船反而表现没有其他公司出色，在发行股份没有增减的情况下（仍为 8 000 股），股价只轻微上升至溢价 83%；至于香港大酒店的发行股份则由 1882 年的 2 000 股上升至 3 000 股，每股收市价为 195 元（*The China Mail*，31 December 1886）。

简单说，在这段时间内，除了公众公司的数目有增无减外，股份价格和发行量，均有不错的表现，这个情况，是过往 40 年以来所少见的。以上各项数据清楚地带出一个十分清晰的信息，19 世纪 80 年代是香港经济发展最为关键的时期，除了早期的物业市场出现巨大波动而引起某些投资者出现亏损外，其他时候各行各业都欣欣向荣，至于香港作为“自由港”的国际名声，也在这个时期慢慢地建立起来。

结　　语

如果说香港开埠的首 40 年是在黑暗中摸索方向，那么踏入第五个十年，则是找对了方向并需要作出调整的时候了。在轩尼诗看来，若不改变西商巨贾垄断经济并左右港英政府施政的情况，政府将永远没法走出政令不通、施政不果的困局。其次，如果作为社会主体力量的华人得不到较为公平的对待，他们的经济力量也很难施展，而社会稳定的基石甚至会受到威胁。由是之故，轩氏上任后便改行安抚华人并吸纳精英的政策，借以抑制西商，从而达至平衡各方利益、共同发展的目的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

轩尼诗这个重大的政策转变，既提升了港英政府的管治能力，也回应了一向惨遭歧视和忽略的社会大多数——华人社会——的诉求，对香港社会的长远发展，有着十分巨大的影响。轩尼诗离去后，英商们将他主政时期的情况，形容为"混乱不绝的 5 年"(five years of incessant turmoil)，显示他们觉得轩尼诗善待华人并吸纳华人精英的政策，损害了他们的利益。事实上，可以像轩尼诗一样较具公正平等胸怀的港督，毕竟只属凤毛麟角(林友兰，1980;蔡荣芳，2001)。

自此之后，继任者虽然仍保持着轩尼诗笼络少数华商精英的政策，但一面倒地倾向欧资巨商的本质和态度，则十分明显。至于那些被吸纳的华人精英，除了扮演"政治花瓶"的角色和在需要时为政府政策开路护航外，根本很难说得上有什么真正的影响力。说实在的，在一个以西人为主导的政治圈子内，所谓华人精英，很多时也只是唯唯诺诺地穿行于西商巨贾之间，根本上很难可以一展所长，更不用说会有什么重大建树了。

虽然被吸纳的华人精英没有发挥他们"听取民意、争取民权和疏导民怨"的角色，但他们基本上达到了作为统治者牵制西商、平衡利益并提升管治权威的功能和目的。正因为港英政府能够摆脱过往数十年以来完全受制于西商巨贾的局面，并能借精英吸纳的模式提升华人的积极性，充分发挥他们在转口贸易中的独特角色，香港的经济才能迅速而强劲地发展起来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第三章

经济飞跃与股市风暴

19世纪80年代初地产市场的过度炒作和之后的泡沫急速爆破,并没有给投资(投机)者带来太大的教训。正如香港第十位总督德辅(G. W. Des Voeux)在股市风暴后谈到经济一片萧条的情况时所说:"普通伤害极其量只是临时性的……如果没有灾难,伤口将可很快痊愈。"(in the absence of calamity, the wound will be very quickly healed)(Endacott, 1964: 154)事实上,当股票市场热火朝天之际,很多投资者在利字当头的引诱下,很快便将昔日的教训抛诸脑后,并忘我地投入股票市场中,追波逐浪。

由于过度投入,大部分投资者根本就没有注意到市场上有少撮业内人士在兴风作浪、操纵舞弊。结果,当一厢情愿的期望在瞬间化为泡影而股价又急速下跌时,那些盲目跟风的投资者才如梦初醒、恍然大悟,可惜为时已晚,他们要为自己错误冒进的投资行为负上沉重的后果。

19世纪80年代末的股市泡沫爆破,可说是香港开埠以来首次的股市灾难,这场泡沫形成得快,爆破亦快。灾难中,有投资者弄致负债累累,有投资者卷入诉讼纠纷,有投资者被法庭勒令破产,也有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资者被逼走上绝路。除了有投资者损失惨重之外，部分投机过度的公共企业也陷入财政困局，使资产大收缩；少部分企业甚至被逼清盘结业，退出商业舞台。

看到泡沫爆破对投资环境和经济体系的冲击后，港英政府终于明白到制度本身上的漏洞，并着手筹划补救方法。常言道："有破坏才有建设。"香港股票市场的制度和秩序，可说也是在无数次灾难和破坏中逐点逐滴、一步一个脚印地建立起来的。因此，如果我们尝试从另一个角度上看待这次的股市风暴，或者会发现这次灾难也变成了建立香港股票制度的开端。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经济飞跃与企业纷立

19 世纪 80 年代的经济高速发展，应该是香港开埠以来最繁盛的时期。经历过连续 7 年的进出口贸易双位数字增长后，到 1888 年及 1889 年，表现虽然略为放缓，但总进出口额仍保留在 900 万吨的高水平。举例说，在 1887 年，进出口贸易总额为 9 169 534 吨，1888 年及 1889 年略为下降，分别为 9 006 677吨及8 971 990吨，显示经济力量仍然强劲(*Historical & Statistical Abstract of the Colony of Hong Kong 1841 - 1930*, 1932)。

虽然进出口贸易在 1888 年及 1889 年这两年间的表现渐露疲态，但金融方面则仍然勇猛异常。这个情况，多少可从署理财政司伍德豪斯(H. E. Wodehouse)在 1889 年 10 月向立法局提交的数据上看出端倪。据伍氏的报告，在 1879 年至 1889 年这 10 个年头里，香港的银行和金融体系可谓成就卓著、发展骄人。举例说，欧资银行的总存款由 1879 年 9 月 30 日的 7 068 600 元上升到 1889 年 9 月 30 日的 23 882 000 元，增幅接近 2 倍之多；至于华资银行，虽然没有 1879 年的比较数字，但从 1889 年 9 月 30 日的数字上看，存款额已达欧资银行的六成三有多，显示华资银行的增长同样急速，其表现绝对不比欧资银行逊色。

其次，作为金融投资活动最佳指标的货币(当时有纸币和银元两种)流通量，这时期的增长速度同样十分突出。在 1879 年 9 月 30 日，全港纸币和银元的流通总量计为 4 776 856 元，到 1889 年 9 月 30 日，数额已上升至 9 100 826元，增幅接近九成。事实上，这个强劲的增长数字带出一个十分鲜明的信息，在经济和投资活动蓬勃因素的刺激下，货币的流通和供应也亦步亦趋，并以惊人的速度增长。

注册股份公司(即公众公司)总市值也是一项值得注意的数据。1879 年 9 月底，全港注册股份公司的总市值有 39 380 000 元，到 1889 年 9 月底，数字已上升至 63 921 700 元，增幅有 62.3%(表 3.1)。注册股份公司的市值增加了，除了反映出上市集资的数目增加和整体股价上升之外，也间接表示公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

众人士的储蓄有所提升,因此他们有额外资金,才会投放在股票市场上。

表 3.1 1889 年 10 月署理财政司伍德豪斯在立法局上汇报的财经统计数字节录(港元)

主要项目分类	截至 1879 年 9 月 30 日	截至 1889 年 9 月 30 日
欧资银行总存款	7 068 600	23 882 000
华资银行总存款(估计)	—	15 000 000
全港纸币及银元流通总额	4 776 856	9 100 826
全港注册股份公司总市值	39 380 000	63 921 700

资料来源:Endacott, 1964: 153

在贸易和金融的相互带动下,香港股票市场的发展也显得生机勃勃、欣欣向荣。自踏入 1887 年起,已有多家从事种植、矿务及制造业务的公众公司相继成立。举例说,牛奶公司(Dairy Farm, Ice & Cold Storage)、香港九龙货仓(Hong Kong & Kowloon Wharf & Godown)和太古糖厂(Taikoo Sugar Refinery)等便率先在 1887 年年初注册成有限公司(即公众公司),向公众集资。

翌年,又有东京法商煤矿(Societe Francaise des Charbonnages du Tonkin)、澳斯汀酒店(Austin Arms Hotel & Buildings)、堪富利士产业(Humphrey's Estate & Finance)、蒸气航运公司(Steam Launch Co., Ltd.)、古琪星药房(Cruickshand & Co.)、中华婆罗洲公司(China Borneo Co., Ltd.)、新佳高雅种植(Songei Koyah Planting)和东婆罗洲种植(East Borneo Planting)等 8 家新公众公司成立,显示很多企业均借着百业兴旺的时势,上市集资,扩展业务。

到了 1889 年,企业上市的风气更盛。在这一年里,一共有 19 家新企业上市,而企业的类别更覆盖不同行业。举例说,在地产方面有诚信借贷公司(Trust & Loan Co., Ltd.)、九龙地产(Kowloon Land & Building)及香港置地及代理(Hong Kong Land Investment & Agency);在采矿方面有宝莫路金矿(The Balmoral Gold Mining)、捷利宝矿贸(Jelebu Mining & Trading)、史拉马锡矿(Selama Tin Mining);在种植方面有拉拔种植(Labuk Planting)、布朗公司(H. G. Brown & Co., Ltd.)和林墨种植(The Lamag

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Planting);在酒店方面有山顶酒店(Peak Hotel & Trading)、西角酒店(West Point Hotel)、沙面酒店(Shameen Hotel & Land)和婆罗洲酒店(Borneo Hotel & Stores);在钢铁铸造方面有分域公司(G. Fenwick & Co., Ltd.)及哥顿公司(A. G. Gordon & Co.);而电力公司则有香港电灯(Hong Kong Electric);其他的还有建筑原材料公司青洲英泥(Green Island Cement)、香港砖泥(Hong Kong Brick & Cement)及家具公司马莲博克家具(Marinburk Furniture)等等。

从数据上看,单在1888年1月到1890年5月的两年半内,公众公司的数目便由30家迅速上升至61家,增幅足足达1倍多(表3.2)。若以增长率计,这个比率相信是香港金融股票历史上空前的了。在这31家新增的企业中,有些对日后香港经济的发展有十分巨大的贡献,像香港九龙货仓、香港置地及代理、青洲英泥和香港电灯等;有些则只是昙花一现,当风暴一来,便因经不起考验而倒的倒、垮的垮,那些采矿和种植公司的相继结业便是最好的例子。

表3.2 1887年~1891年公众公司数目增长(每月月底计算)一览表

月 份(每月月底)	1887年公司数目	1888年公司数目	1889年公司数目	1890年公司数目	1891年公司数目
1月	29	30	38	59	59
2月	31	30	41	59	58
3月	31	30	46	57	57
4月	31	31	46	57	57
5月	30	31	47	61	57
6月	30	31	54	59	57
7月	30	31	54	60	57
8月	30	31	55	58	57
9月	30	35	55	58	57
10月	30	35	57	59	56
11月	30	37	57	59	56
12月	30	38	57	59	56

资料来源:*The China Mail*, 1887-1891

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在这些如雨后春笋般成立的企业中,我们可以粗略看到三大特点:其一是香港的企业开始出现多元化的现象。除了传统的保险、航运和货仓码头外,还有地产、借贷、采矿、制糖、种植、酒店、电力、水泥和家具等。由于产业的类型扩大了,香港的综合竞争力也大大地提高了。其二是企业的实际业务远离香港。在这段时间成立的公司——尤其采矿和种植两大项目,其业务多在东南亚一带的西欧殖民地,这使企业在营运和监察上出现严重的阻隔和漏洞,埋下日后股票遭过度炒作的伏线。其三是集资额庞大。在这时期向公众招股的企业,集资额动辄数以十万计。举例说,香港置地及代理的集资额为 500 万港元,破香港开埠以来集资数量最大的纪录,而青洲英泥和诚信借贷的集资额也不少,分别为 100 万港元和 100 万英镑。至于其他像香港电灯、西角酒店、史拉马采矿和林墨种植等企业,集资额同样超过数十万元。从集资额的角度上看,企业的规模实在十分庞大。

对于这段时期企业纷纷上市集资的情况,港督德辅在 1889 年致函英国殖民地部大臣诺士佛伯爵(Lord Knutsford)的文件中也有提及。我们在此不妨引述德辅的看法,借以加深对当时股票市场的了解。

> 近年来,本殖民地另一件卓著的特点是本地资金组成的合股企业(joint-stock companies, 当时也是指公众公司)数目正在不断增加。在此,值得我们注意的是华人首次与欧人一样大举认购股票。从 1888 年起,香港已有 35 家公众公司成立,他们的总资本额高达 9 508 475 元,这些投资散布于本港的地产、制造、贸易以及马来半岛、婆罗洲和东京(越南北部)等地的采矿和种植企业上。由于需求强大,很多大型公众公司股票的数量根本不足应付。顺带一提,在最近两个月内,已有 4 890 000 元认购股票的资金因为投资股票而存入了汇丰银行。(Endacott, 1964: 153)

德辅的信函带出一项颇为正面的信息,经过接近半个世纪的发展,香港的整体财富已有很大的提升。从企业向公众集资的角度上看,香港已基本摆脱了开埠初期的本地资本匮乏、公众集资艰难的局面。单以 1888 年及 1889 年两年内新成立的公众公司向公众集资时抽取的资金计算,便已接近

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1 600万元了(*The China Mail*, 1888 – 1889)。单从数字上看,我们或者会觉得1 600万并非什么大数,但如果将之与当时政府全年的财政总收入只有1 823 549元比较,则会深刻地体会到香港社会的整体财富和股票市场的集资能力,的确已非昔日可比了。

炒风骤起与泡沫爆破

在1888年之前,大部分公众公司的股价虽然日渐攀升,但这种攀升可说有一定业绩的支持。举例说,汇丰银行的股价可以屡创新高,便是因为自昃臣(T. Jackson)上任后成功地推行改革,并扭转过往亏损格局使整体盈利倍升的结果(King, 1987)。可是,自进入1889年中起,很多公众公司股价的迅速上升,往往只是概念和消息上的炒作,根本没有实质业绩的支持。

正如前文所说,当时部分公司虽在香港注册和集资,但他们的生产基地或主要业务则设在香港以外地方,如伦敦、马来半岛、婆罗洲、越南、菲律宾、悉尼和新加坡等,因此在信息传送上,很多时候都会有所阻隔,甚至出现众说纷纭、真假难辨的情况。举例说,当有消息指某些采矿公司发现金矿,投资者便争相买入该股票,使股价在极短的时间内倍升。俟后,当有传言说并没有真的发现金矿时,大家又争相抛售,令股价则坠入万丈深渊般急泻。正是因为股票市场内风大浪大,很多投机者都弄致损手烂脚、遍体鳞伤。

为了深入说明这个时期股票泡沫的形成和爆破过程,我们先将1889年各月份股票的成交价格列出于表3.3中,以便了解整体股票市场的发展情况。之后,我们再挑出数家股价曾经出现重大变动的公司——例如蒸气航运公司、香港麻缆厂和彭湛采矿等,在本章的不同段落中作深入一点的分析和讨论。

自19世纪80年代开始,一些经营稳健的公司如汇丰银行、于仁广东水险、香港黄埔船坞和山顶缆车等,便因盈利理想、年年派息而使股价拾级而上(*The China Mail*, 1887 – 1888)。这个持续的现象,本已吸引部分投资者的青睐。踏入1889年,当市场上传出有人在股票买卖中大获其利的消息时,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 3.3　1889 年 1 月至 12 月(每月月底)的股价转变(注1)

公司名称	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
香港上海银行(125 元)	+170%	170.5%	+161%	+163%	+175%	182%	+178%	+175%	+182%	+186%	+184%	+195.5%
于仁广东水险(250 元)	115 元	105 元	105 元	105 元	105 元	105 元	105 元	102.5 元	102.5 元	110 元	103 元	104 元
华商保险(83.3 元)	**81 元**	**80 元**	**81 元**	**80 元**	**80 元**	**80 元**	**80 元**	**79 元**	**73 元**	**72 元**	**72 元**	**73 元**
北华保险(200 镑)	287.5	300	305	320	325	335	325	330	335	350	350	350
扬子保险(25 元)	**97**	**96**	**102**	**100**	**100**	**100**	**100**	**96**	**90**	**90**	**90**	**95**
中华保险(1 000 元)	165 元	165 元	160 元	150 元	150 元	150 元	150 元	150 元	150 元	150 元	150 元	130 元
广东保险(250 元)	**125 元**	**110 元**	**110 元**	**132.5 元**	**130 元**	**130 元**	**142 元**	**140 元**	**135 元**	**130 元**	**130 元**	**128 元**
海峡保险(100 元)	20 元	20 元	20 元	22 元	21 元	21 元	23 元	23 元	23 元	23 元	23 元	21 元
香港火烛保险(250 元)	**365 元**	**380 元**	**355 元**	**387.5 元**	**392.5 元**	**382.5 元**	**390 元**	**385 元**	**382.5 元**	**382.5 元**	**382.5 元**	**385 元**
中国火烛保险(100 元)	81 元	84 元	83 元	84 元	88 元	86 元	86 元	84 元	84 元	85 元	85 元	89 元
海峡火烛保险(100 元)	**19 元**	**19 元**	**17.5 元**	**17.5 元**	**17.5 元**	**19 元**	**19 元**	**18 元**	**18 元**	**19 元**	**16 元**	**18 元**
新加坡保险(100 元)	16 元	16.5 元	17 元	17 元	15 元	15 元	15 元	16 元	16.5 元	15 元	15 元	15.5 元
香港黄埔船坞(125 元)	**+36%**	**+32%**	**+51%**	**+71%**	**+89%**	**+85%**	**+85%**	**+71%**	**+69%**	**+67%**	**+64%**	**+63%**
粤港澳轮船(20 元)	+126.5%	+125%	+123%	+148%	+175%	+176%	+123%	41 元	39 元	40 元	42 元	41 元
印华气船(10 镑)	**−10%**	**N**	**N**	**+2.5%**	**2.5%**	**N**	**2.5%**	**−15%**	**−15%**	**−15%**	**−15%**	**−15%**
德忌笠气船(50 元)	66 元	72 元	74 元	81 元	85 元	81 元	83 元	81 元	73 元	65 元	65 元	65 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续 表）

公司名称	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
中华马尼拉气船(50元)	178元	170元	145元	140元	145元	140元	140元	135元	115元	105元	102元	100元
蒸气航运公司(50元)	+75%	+150%	+400%	+50%	+150%	150%	+150%	N	N	N	N	N
中华糖厂(100元)	206元	213元	189元	196元	238元	295元	274元	266元	245元	227元	204元	222元
吕宋糖厂(100元)	86元	103元	89元	100元	105元	132元	114元	103元	87元	66元	70元	70元
香港九龙货仓(50元)	189元	+90%	+98%	195元	191元	191元	192元	170元	164元	100元	92元	99元
香港置地及代理(100元)	—	—	157.5元	140元	129元	133元	137元	137元	125元	113元	100元	105元
九龙地产(50元)	—	—	—	—	—	—	28元	22元	24元	22元	22元	16元
山顶建筑(没注明)	—	—	—	—	—	10元	10元	—	—	10元	10元	—
利志万建筑(没注明)	—	—	—	—	—	200元	200元	—	—	200元	200元	—
上海地产(没注明)	—	—	—	—	—	21两	24两	—	—	24两	24两	—
西角建筑(50元)	—	—	—	—	—	50元	54元	—	—	52元	52元	—
香港山顶缆车(100元)	+350元	+250%	+250%	170元	170元	+250%	+250%	200元	200元	+250%	+200%	200元
捷利宝采矿(5元)	—	—	—	—	—	6.5元	7.5元	7元	5元	5元	6元	5.5元
宝莫露采矿(10元)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	11元
露雳采矿(50元)	—	—	25元	37元	30元	—	—	—	—	—	—	—
彭湛采矿(10元)	10.25元	31元	43元	30元	23.5元	33元	26元	26.5元	16.5元	24元	20.5元	19元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续 表）

公司名称	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
史拉马锡矿(5元)	—	—	—	—	—	6元	4.5元	4.5元	4元	4.5元	4.5元	5.25元
东京法商煤矿(500法郎)	+100%	+100%	+315%	675元	750元	600元	690元	550元	525元	500元	500元	475元
东婆罗洲种植(50元)	52元	50元	50元	55元	55元	52元	54元	62元	58元	60元	58元	50元
新佳雅高种植(50元)	40元	40元	40元	52元	52元	49元	53元	62元	58元	60元	58元	50元
中华婆罗洲种植(100元)	+30%	60元	60元	60元	52元	50元	52元	50元	45元	50元	45元	45元
拉拔种植(50元)	—	15元	12元	15元	16元	15元	14元	16元	15元	16元	15元	20元
大好湾贸易(25元)	—	—	—	—	12元	12元	10元	10元	N	10元	10元	N
布朗公司(50元)	—	—	—	—	—	—	—	65元	65元	60元	65元	58元
林墨种植(50元)	—	—	—	—	—	—	—	40元	40元	40元	40元	38元
香港大酒店(100元)	170元	170元	190元	195元	225元	240元	240元	230元	220元	220元	210元	210元
澳斯汀酒店(50元)	20元	−25%	−15%	5%	N	−5%	−5%	−5%	−5%	−5%	−5%	−5%
婆罗洲酒店(50元)	—	—	—	—	—	—	—	32元	32元	32元	32元	32元
山顶酒店(50元)	+10%	10%	+35%	25元	29元	29元	25元	23元	23元	25元	25元	20元
西角酒店(50元)	—	—	64元	60元	55元	—	—	50元	50元	—	—	46元
沙面酒店(20元)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	8元
屈臣氏大药房(10元)	+97.5%	+97.5%	+97.5%	+135%	+160%	+160%	22元	22元	22元	24元	22元	22元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续 表）

公司名称	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
古琪星药房(50元)	50元	45元	45元	50元	50元	50元	40元	N	N	N	N	N
香港中华煤气(10镑)	130	130	130	130	130	130	130	130	130	130	130	130
香港电灯(10元)	—	4元	10元	8元	8元	6元	7元	7元	6元	6元	4.5元	8.5元
香港砖泥(25元)	—	—	20元	21元	25元	25元	20元	18元	18元	18元	18元	18元
青洲英泥(50元)	—	35元	60元	15元	13元	14元	14元	9元	8.5元	5元	23元	23元
哥顿公司(25元)	—	—	—	—	—	20元	20元	20元	20元	20元	20元	20元
香港雪厂(25元)	101元	92元	103元	111元	127元	126元	122元	110元	108元	110元	110元	108元
香港中华面包(50元)	85元	85元	85元	85元	85元	86元	85元	85元	85元	80元	80元	80元
香港麻缆厂(50元)	98元	170元	200元	175元	160元	175元	165元	150元	125元	125元	103元	105元
香港牛奶(10元)	13元	13元	13.5元	13.5元	13.5元	13元	16元	15元	15元	16元	16元	12元
马莲博克(25元)	—	—	—	—	—	3元	5元	8元	8元	7元	7元	7元
金宝莫尔公司(10元)	11元	10.5元	10.5元	10.5元	10.5元	11元	11元	10.5元	10.5元	11元	11元	12元
分域公司(25元)	—	—	+20%	32元	35元	25元	30元	30元	30元	25元	25元	25元

注1：括号内的数字代表股票最初的发行价。如股票有溢价，以“+”表示；如有折让，以“—”表示；没有符号，则为实质市价。为了方便讨论和理解，我们沿用报纸上的方式，不另加调整。

N：为挂牌价格(nominal price)，没有实际变动和成交。

—：代表该股票没有在名单中出现。

资料来源：*The China Mail*，1889

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资者染指股票市场的兴趣更浓。不久,当鸦片商么地(H. W. Mody)因出售手头股票而获利 120 000 元的消息公开后,市场更为轰动(*The Hong Kong Telegraph*, 23 January 1889)。在企业派息可观和投资者获利丰厚等多项消息的刺激下,不论是银行股、航运股、货仓股、制糖股、采矿股以至地产股等,均或先或后出现重大变动。

率先激起股市风浪的,是一家中小型的航运公司——蒸气航运公司。该家只拥有 3 艘二手蒸气轮船的公司,在 1888 年 12 月底的股价为每股折让 20%。但是,自踏入 1889 年起,情况便有转变。1 月初,股价已转折让为溢价;月中和月底,更分别飙升至溢价 50%和 75%。对于股价在短时间内出现重大变动,有报纸这样评论:

> ……近日股票市场上另一怪异而壮旺的现象,是关于蒸气航运公司的。据说有人垄断了该公司的股票,使股价提高至 25%至 50%的溢价才有成交,当中受益人据说是部分参与投机的华人。从公司的前景上看,业绩不但没有改善,反而有每况愈下的情况。(*The Hong Kong Telegraph*, 24 January 1889)

虽然市场对股价急速上升的原因没有太大了解,但蒸气轮船公司的股价仍持续上升。1 月底才说每股溢价 75%,到 2 月底已上升 1 倍至 150%了。踏入 3 月底,股价上升幅度更大,达 400%溢价。不过,到了 4 月底,股价又急跌至 1 月中时的只有 50%溢价(*The Hong Kong Telegraph*, 1889)。对于那些在高位入货的买家而言,这个巨大变动所带来的巨大亏损实在不难想见。

除了蒸气轮船公司外,还有其他很多公司的股票先后出现巨大波动。举例说,中华糖厂在 1889 年 1 月底为 206 元,6 月底已上升至 295 元,年底则下降至 222 元。东京法商煤矿,1889 年 1 月底为溢价 100%,3 月底则急速上升至 315%,增幅达 3 倍多。4 月底改为实质报价,每股作价 675 元;5 月底,上升至 750 元。之后又大幅回落至 8 月底的 550 元、10 月底的 500 元及 12 月底的 475 元。至于香港九龙货仓,1889 年初时的牌价为 189 元,7 月底则改为 192 元,到了年底只值 99 元。另一家大型企业香港置地及代理,3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

月份上市后急速上升至160元，到了年底已跌至105元(*The Hong Kong Telegraph*, 1889)。从以上各主要股份股价的急剧波动中，我们或多或少可以感受到股票市场炒作的炽烈了。

事实上，除了上述的例子外，还有香港麻缆厂和彭湛采矿的股价，同样波动巨大。由于这两个例子会在较后的段落中谈到，我们在此便不作深入分析了。可以这样说，当股市热火朝天之际，市场上的消息极为混乱。一时说有人因出售股票而赚大钱，一时又说有人在操纵股价，导致他人损失惨重。至于股票的一时数价，以至经纪间的报价也出现差距等情况，更使很多投资者无所适从(*The Hong Kong Telegraph*, 8 June 1889)。

如果把覆盖的时段拉长一点，我们甚至可以更加具体地掌握各主要股份在风暴前后的转变。沿用表3.3的标准和方法，我们将各主要股份——通常是行业内最具代表性的股份——在1888年至1892年年中及年底的股价变动，列出如表3.4。在该表中，我们可以看到大部分股票在风暴前后的情况，实在给人有转变急剧、面目全非的感叹。

举例说，保险股方面的香港火烛保险，在1888年底的股价为385元，之后逐年下滑至1892年的260元。轮船运输股的跌幅或者没有其他股份大，但也是一个颇大的比率。粤港澳轮船在1889年年底的股价是41元，到1892年年底则下降至只有37.5元。制糖股方面，中华糖厂在1889年6月底的股价为295元，1892年6月下降至120元，之后才略为上升至同年年底的150元。货仓码头股方面，香港九龙货仓也好不到哪里去，1889年12月底，该股份的价格曾上升至99元，之后逐步回落至1892年的45元。山顶缆车在高峰期为250%溢价，即350元，之后逐步下降至1889年底的200元及1890年的85元，到1891年及1892年，股价更分别跌至65元及56元。矿产股方面，彭湛采矿在1889年6月底为33元，1892年下降至0.8元，同年年底才略为回升至5元。种植股方面，东婆罗洲种植在1888年底为60元，之后逐步下降至1890年底的10元。到1891年，该股份甚至没有在股票名单上出现，相信已经结业。酒店股方面，香港大酒店在1889年6月底为240元，之后逐步下滑至200元(1890年6月)、60元(1891年6月及年底)及25元(1892年6月及年底)。药业股方面的屈臣氏大药房在1889年6月为160%溢价，1892年已下跌至只有15元；其他股份如香港麻缆厂在1888年6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 3.4 1888 年 1 月至 1892 年 12 月(月底)主要行业股价的转变(注1)

公司名称	1888 年		1889 年		1890 年		1891 年		1892 年	
	6 月	12 月	6 月	12 月	6 月	12 月	6 月	12 月	6 月	12 月
汇丰银行(125 元)	+161%	+160%	+182%	+195%	+197%	+262%	+167%	+167%	+88%	+115%
香港火烛保险(250 元)	342.5	340	382.5	385	357.5	340	305	312.5	272.5	260
粤港澳轮船(20 元)	22.1	+120%	+176%	41	37.25	36.5	31	35.25	29.5	37.5
中华糖厂(100 元)	193	197	295	222	176	172	132	177	120	150
香港九龙货仓(50 元)	+68%	+74%	91	99	84	82	83	64	49	45
香港山顶缆车(100 元)	+250%	+250%	+250%	200	100	85	60	65	40	56
彭湛采矿(10 元)	11	8	33	19	8.25	2	3.5	2	0.8	5
东婆罗洲种植(50 元)	—	60	52	50	20	10	—	—	—	—
香港大酒店(100 元)	+250%	170	240	210	200	160	60	60	25	25
屈臣氏药房(10 元)	+99%	+100%	+160%	22	21.5	22	20	18.75	15	15.25
香港雪厂(25 元)	77	102	126	108	98	95	91	82	58	68
香港麻缆厂(50 元)	70	77	175	105	110	133	124	110	95	100
香港置地及代理(100 元)	—	—	133	105	88	91	85	74	57	58
香港电灯(10 元)	—	—	6	8.5	7	7.5	6	5	3.25	2.25

注 1：括号内的数字代表股票最初的发行价。如股票有溢价，以"+"表示；如有折让，以"—"表示；没有符号，则为实质市价。为了方便讨论和理解，我们沿用报纸上的方式，不另加调整。

N：为挂牌价格(nominal price)，没有实际变动和成交。

—：代表该股票没有在名单中出现。

资料来源：*The China Mail*, 1 January 1888 - 31 December 1892

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

月为70元，1889年6月为175元，到1892年6月则下降至95元。地产股的香港置地在1889年6月底时为133元，1892年12月底则为58元。至于香港电灯在1889年12月为8.5元，到1892年12月底则下降至只有2.25元(*The Hong Kong Telegraph*，1889－1892)。

这里我们不妨再以香港龙头企业——汇丰银行——为例，并将时间拉长一点，即由1877年至1890年这13年内，看看该银行股价的表现。自轩尼诗上任后，汇丰银行的股价便拾级而上，由1877年的每股197.5元上升至1883年的351.3元。地产泡沫爆破后，股价在1884年曾略为下跌至277.5元，之后又迅速回升至1885年的336.3元。到1866年及1887年，虽然也稍微下降一点，但幅度不大，分别为331.3元及317.5元。俟后才逐步上升至325元(1888年)、369.4元(1889年)及452.5元(1890年)，显示当股票市场在1889年至1890年被炒得热火朝天时，汇丰的股票也曾遭投机性地炒卖(图3.1)。

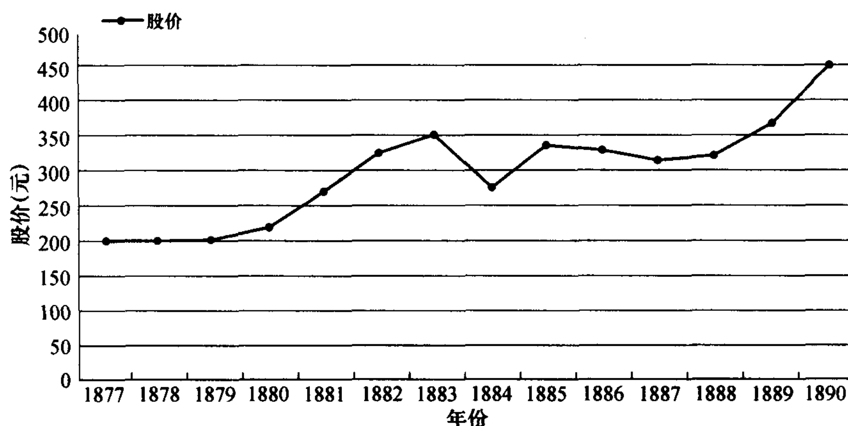


图3.1 1877年～1890年汇丰银行股票价格转变

注1：原股价以每股溢价或折让若干计算，为了分析上的方便，我们将之转为实价。
注2：股份数目由1866年的40 000股增加至1883年的60 000股，到1890年又再增加至80 000股。
资料来源：*The China Mail*，1877－1890

当泡沫爆破后，很多股份的价格大跌，投资者才恍然大悟，发现原来手上的股票可以在一夜间变得一文不值，也有投资者注意到似乎有人在暗中操纵股价。由于有些交易的送货期太长，当股价出现巨大变化后，他们便以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

各种理由拒绝完成交易,因而引起一连串法律诉讼。也有过度投机者因股价暴跌而出现“资不抵债”,甚至被逼破产的情况。有些投资者则因受不起失败的打击,最后选择走上自杀自毁的路途(Barrie & Tricker, 1991)。某些案件如《布鲁尔控曹澳信案》(A. Brull v T. Traulsen)、《彭德控黄丽胜案》(*C. Brandt v Wong Lai-shing*)、《J. F. C. 罗沙控薛拉史案》(*J. F. C. da Roza v H. A. Shirazee*)、《沈臣控分域案》[*H. Sampson v C. Fenwick*,当时俗称《股票经纪案》(*The Sharebroking case*)]和《彭德控格林宝案》(*C. Brandt v F. Grimble*)等,更深深地惊动了整个社会,引发大众对股票经纪、企业管理人员以至投资者之间个人诚信和利益冲突等问题的广泛讨论(*The China Mail*, 1899 - 1891)。

事实上,正是因为发生了这些法院诉讼和破产聆讯,我们今天才能粗略了解当年造市操纵的一鳞半爪。在众多诉讼和破产申请中,又以《砵士控卢斯唐治案》(*G. F. Potts v S. Rustomjee*)和《何添控戴奎诺案》(*Ho Tim v J. d'Aquino*)所牵涉的最深最广,也最有代表性,下文且让我们列举这两个重要的法律诉讼,作深入的研究和探讨。

炒作与诉讼(一):香港麻缆厂与《砵士控卢斯唐治案》

香港麻缆制造公司(Hong Kong Rope Manufacturing,简称香港麻缆厂)创立于 1884 年,发行股份 3 000 股,每股 50 元,筹集资金共 150 000 元,主要从事生产航运或工商业用途的绳缆。自公司成立后,表现一直并不理想,甚至出现连年亏损的情况。1888 年 3 月 13 日,在公司周年大会上,公布全年亏损 16 657.81 元后,那时股价更一度跌破原股价至 49 元。之后数月则变动不大,一直到 6 月初才有转变。6 月中,股价已上升至 63 元了,到了该年年底,再升至 77 元。刚踏入 1889 年,股价便出现巨大变动,2 月 11 日,股价上升至 120 元,翌日,更创出在一天之内由 120 元上升至 250 元的惊人纪录。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对于股价出现不寻常的变动，当时的报章有这样的报道：

> ……一家连续4年亏蚀的生产公司，就算过往一年业绩已转亏为盈，我们尚且需要时间观察股价……在数小时之内，股价暴升5倍的情况，则完全是难以想像的。（*The Hong Kong Telegraph*，13 February 1889）

由于股价变动幅度过大，一些参与期货买卖的经纪，便因没法在成交日完成交易而出现亏损，他们甚至怀疑企业内部有人在操纵股价。

就市场上出现不同版本的流言和揣测，身为股票经纪的卢斯唐治（S. Rustomjee）曾经致函该公司的总经理室（General Managers）和咨询委员会（Consulting Committee），质询并投诉公司内出现员工参与造市的情况，要求进行内部调查（*The Hong Kong Telegraph*，25 March 1889）。但是，该投诉并没有得到什么实质回应。结果，在第5届周年股东大会上，卢斯唐治再次向该公司主席福布斯（W. H. Forbes）提出质询。我们不妨把该段质询节录下来，以做参考。

> 卢：你可否告诉我公司的员工到底持有多少公司股票（现金股或合约股）？
> 福：我不知道，你可以看看股东登记资料，这也是我所能知道的资料来源。
> 卢：你会否深入一点查查呢？
> 福：不会，我不会这样做。
> 卢：你知道经理们现时持有股票的数量吗？在生产厂关闭前，他们又持有多少股票？之后他们又以合约形式持有（买入）多少股票呢？
> 福：我不知道，但这是一个十分公道的问题。
> 卢：假如阁下不选择回答，我也没法。我只想深入了解一下到底他们持有多少公司的股票？
> 福：我不认为这是个公道的问题，我只愿意回答某部分问题，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我可以告诉你我们并没有合约股票。

卢：在年报公布前，公司的经理们有否先购入股票呢？

福：我拒绝回答这个问题。(*The Hong Kong Telegraph*, 25 March 1889)

对于福布斯的回应，卢氏虽然极为不满，但亦无可奈何。为着寻求真相，身为《士蔑西报》主编而又属小股东的费沙史密(R. Fraser-Smith)也提出诘问。费沙史密说：

> 过去数周，有关公司内部员工造市操纵股价的传闻已使公司声名狼藉，如果这个传闻不确，我想公司应借着今天(周年大会)的机会公开澄清……如果传闻属实，我们有权知道调查的结果……早前已有股东去信总经理室和咨询委员会，要求管理层调查此事，我不知道公司有否跟进，如果有，我想股东也有权知道到底公司发生了什么事……虽然我只是一名小股东，但我却代表了公众利益，站在公众利益的位置上，我同样有权知道事件的真相。(*The Hong Kong Telegraph*, 25 March 1889)

面对费沙史密尖锐的提问，福布斯似是有备而来，他以“如果公司有员工被发现曾参与造市，并有不当行为(misbehaved)——但我并没有任何发现——我绝对会采取果断行动处理”轻轻将问题带过。至于对问题核心，他则以“不想卷入别人的纷争”为由，拒绝正面回应，甚至不作评论。之后，福氏又以会议时间有限，而相关问题已有充分讨论为由，急急将议题转到业务汇报上，避过小股东的诘难，福氏的举止实在使人费解(*The Hong Kong Telegraph*, 25 March 1889)。

大约3个月后，法庭传出有客户控告股票经纪违背合约，使他们在股票成交日没法收取股票，要求赔偿。该案名为《砵士控卢斯唐治案》(*G. F. Potts v S. Rustomjee*)，案中的原告人为G. F. 砵士(G. F. Potts)，而被告人原来便是卢斯唐治。据透露，原告人G. F. 砵士乃旗昌洋行雇员，1889年1月16日，他通过股票经纪卢斯唐治——即被告人，购入50股香港麻缆厂股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

票，每股作价 94 元（包括一切费用），并承诺在同年 3 月 31 日送货。

自买入股票那个月起，该公司的股价便持续攀升，在 3 月 25 的周年大会上，公司宣称上年度业绩奇佳，议决派发股息，每股 6 元。受到消息刺激，股价曾经创出在短短两天内由 120 元上升至 200 元的惊人纪录。到送货日（即 3 月 31 日），被告人以股票被人刻意操纵，使他没法在市场上以合理价格购得股票为由，拒绝完成交易，并自愿提出以每股作价 150 元（包括一切费用）作为补偿。但是，原告人并不同意，认为股价应以 3 月 31 日市场上每股 200 元的成交价作标准，并必须加入每股 6 元的股息计算。由于双方各执一词，纠纷最后便交由法院处理（*The Hong Kong Telegraph*，8 July 1889）。

表面上看，案件只属一般合同纠纷，并不复杂。不过，当聆讯正式展开后，随着内情的逐渐公开，一幕幕弄虚作假、造市操纵的情景便逐渐显露出来。举例说，G. F. 砵士本人虽然是旗昌公司的雇员，但旗昌洋行则是香港麻缆厂的总代理（相当于现今的母公司），公司内的数位管理人员，更出任香港麻缆厂的经理及会计等要职，至于旗昌洋行的另一附属公司——旗昌保险，更是香港麻缆厂的承包商，彼此关系十分复杂。

案情还进一步透露，早在同年 1 月 10 日，G. F. 砵士已从旗昌洋行处获悉香港麻缆厂计划派发股息的内部消息。原来在过去一年，麻草——一种制造麻绳的重要原料——的价格持续上涨，而该公司则拥有庞大的存货，在原料增值的带动下，盈利相当理想。由是之故，董事局计划分派股息。由于原告人乃旗昌职员，旗昌又是香港麻缆厂的母公司，对该厂的运作自然了如指掌。因此，原告人应该一早已获悉这些与股价变动有关的敏感资料了。

其次，被指与 G. F. 砵士和旗昌洋行有密切关系的人，都曾经有买卖香港麻缆厂股票的纪录，也是赫赫有名的绅商巨贾。例如 R. G. 史云（R. G. Shewan，他日后接管了旗昌洋行，并与友人创办了中华电力、山打根电力等著名企业），他既是旗昌洋行的董事，也兼任绳缆厂的公司秘书。在法庭上，他便供认在高峰期曾持有香港麻缆厂高达 900 股的股票，他的兄弟 W. 史云（W. Shewan）也曾在不同时期内持有约 200 股，换言之，兄弟二人已接近控制了公司四成的股票了。至于案中的原告人 G. F. 砵士，也曾持有多达 500 股，其他有相连关系的人如屈臣（G. I. Watson）曾持有 25 至 50 股，佩里（J. S. Perry）曾持有 500 股，格林宝（F. Grimble）曾持有 400 股，至于杜亚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

(A. Duer)更一度持有多达 750 股,在那段股价出现巨大波动的时间内,大部分股价都在这些人的手上转来转去,而这些人不是旗昌洋行或附属公司的重要职员(或前职员),便是亲属,彼此间的关系复杂得令人难以想像(*The Hong Kong Telegraph*, 9 July 1889)。但是,因为当年仍没有所谓《内幕交易法》,这些买卖也被视作正常交易了。

还有一点值得注意,当 G. F. 砵士和 R. G. 史云需要大举收购股票时,他们曾经因手头资金不足而向银行筹借巨款。据借贷银行——渣打银行(Chartered Bank of India, Australia & China)——总经理韦黑德(T. H. Whitehead)表示,由于二人觅得社会知名人士作担保,银行才同意借贷,至于那些知名人士是谁,韦氏则以银行必须遵守商业秘密和银行守则为由拒绝透露。虽则如此,他还是十分感慨地回应:"我感到十分厌烦,银码这么巨大的贷款申请,竟然能由香港个别企业内一些普通职员提出。"(*The Hong Kong Telegraph*, 10 July 1889)

在法庭上,被告人卢斯唐治表示,自己曾通过其他人——例如华商保险的公司秘书雷恩(W. H. Ray),多次向 R. G. 史云等人洽购香港麻缆厂的股票,但是,由于对方开价太高,双方最终没法达成交易。"……(有些人)正在控制市场,他们将股价抬高至毫不合理水平,并拒绝出售不符合他们要求的股票。"(*The Hong Kong Telegraph*, 11 July 1889)正是因为自己多次欲购入股票而没法成功,卢氏便深深体会到有人垄断买卖(corner)、操控股价,将自己"逼进死角"。

经过连续数天的聆讯,案件终在 1889 年 7 月 10 日审结。在结案时,法官在引导陪审团作出裁决时提出一些法律观点,他认为案件的重点在于合约是否有效的问题上,而合约的有效性则与原告人如何获得资料,以及是否早有企图与他人合谋进行诈骗有密切关系。按法官的分析,当时的法律并没有明文规定,限制员工使用公司资料,也即是说,就算员工利用了公司的商业资料去投资股票,也没有构成违背"个人操守"的问题。换言之,资料的来源并不影响合同的有效性。

其次,法官又认为被告人反提合谋诈骗的刑事指控,必须有实际而确凿的理据作支持才可成立。单从法庭证据上看,法官认为被告人并不能提出确实的证据,支持他对原告人连同他人操纵股价的指控。法官指出当原告

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

人和被告人签约时，原告人确实相信被告人手上拥有大量股票，双方均愿意买卖，而被告人也承认这一点，因此，合约是在双方理性而考虑周详的条件下进行的。也即是说，在订定合约之时，被告人不可能跌入"买不到股票"的陷阱中，只是被告人抱着投机的心态，在签买卖合约后没有即时按买方的要求购入相关股票，反而希望趁股价下跌时才吸纳，因而埋下日后股价升而"买不到股票"的伏线。换言之，合约是在双方均处于合理而公平的条件下完成的，有关的合谋诈骗指控，实在于理不合。

在法官的引导下，陪审团最后以 6 比 1 通过裁决，认为：(1) 合同有效；(2) 确实有人刻意造市，并推高股价，而原告人应是其中之一员；(3) 如果没有人刻意操控股市，股价应不会高于每股 100 元。法官根据陪审团的裁决，要求被告人向原告人赔偿，赔偿金额则以每股 150 元为基准，附加总共 300 元的股息，至于诉讼堂费，则双方各自负责(*The Hong Kong Telegraph*, 10 July 1889)。

由于案件的牵涉面广，对社会的冲击巨大，因此，就算案件审结了，社会上的舆论仍然此起彼落、滔滔不绝。《士蔑西报》率先发表社论，认为事件打击市民对公众公司的投资信心，当局应当正视。至于操纵股票的情况，已是公开的秘密，行内人更是见怪不怪，但是，若要拿出真凭实据，加以证明，则十分困难。该报这样说：

> ……除了内部的人——即那些有份参与并筹划组成"团伙"(ring)的人，外人几乎没可能获得直接资料，去证明有人在暗中进行这种活动，至于那些参与行动的人，更绝对不会愚蠢地将他们的计划向外宣扬。(*The Hong Kong Telegraph*, 10 July 1889)

换言之，除非有圈内人挺身而出，证明有人刻意操纵股市的举动，否则，单凭外人举证是很难使他们入罪的。如若因为举证困难而让这种行为继续下去，后果将会十分严重。

虽然法庭从合约精神和法律基础的角度判决原诉人获胜，可以获得赔偿，但社会上的舆论，对原诉人和其同伴们的所作所为，同样表示怀疑和不信任。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

> 从法庭的审问中，我们看到 R. G. 史云每天均大量出售股票，然后又在同一日内以同样价钱购入相同数量的股票，这种交易很自然地会使人联想到有人在制造虚假成交纪录的印象，这种手法很难说是没有目的的……也很难让人在法庭上不得不想像这种行为是有企图的。事实上，经纪与客户之间这种不光彩的行为，已被丑陋地揭露出来。(*The Hong Kong Telegraph*, 12 July 1889)

事实上，在股票市场炒卖炽烈的环境下，不只股民如痴如醉，很多公众公司的员工也因掌握企业内部资料而在直接或间接地参与投机买卖。“在这个殖民地里，几乎所有公众公司的股票都曾遭到投机者猖狂的操纵。”(*The Hong Kong Telegraph*, 12 July 1889)这种情况，严重地影响了股票买卖的公平性和公正性，引起社会的极大关注。

大众传媒除了鞭挞某些直接参与投机操纵人士，为着个人利益而伤害公众利益外，还对一些间接操控者——所谓“幕后黑手”，表示关注。当中又以《士蔑西报》的评论最为透彻，也最发人深省。该报认为，案件中所透露的名字，或者只是“小人物”，真正的“大人物”并没有“露面”，暗示事件的严重性和牵涉面均有可能比想像中复杂。

> 到底还有多少没有曝光的人伙同 R. G. 史云编制这套“垄断股票”(corner)的闹剧呢？在案件审讯期间，旗昌洋行的职员们自然受到大家的关注，但还有两三位外人被指曾经有份参与其事，这些“大名鼎鼎”的人到底是谁呢？我们对此充满疑窦，他们竟然可以给两位公司员工做担保，让他们向渣打银行申请多达数十万元的贷款，为什么这些“大人物”最后没有透露身份呢？老实说，如果他们能就整个交易作出交代，将会使事件的来龙去脉更清晰。但是，这些人似乎清楚知道他们所受到的法律保护，因此，他们已用不着向外暴露自己的身份或资料了。(*The Hong Kong Telegraph*, 15 July 1889)

简单地说，香港麻缆厂与《砵士控卢斯唐治案》带出两个重大问题：其一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是少数人士以内部交易与操纵买卖的方式攫取私利，并严重地影响了公众投资者权益的问题；其二是股票买卖中间人——股票经纪——的诚信和中立地位问题。正如案件审理时所透露，当时的法律并没有规定公众公司(或其附属企业)管理层在处理企业内部敏感资料时的权利和责任。由是之故，他们便乘着这个漏洞，并利用自己所掌握的内部信息，从事私人炒卖活动，谋取私利。如此一来，公众投资者的利益便受到很大的伤害。

另一方面，社会一直只从道德层面约束经纪的行为，法例上则没有明确规限，这种做法，在“太平无事”之时或者问题不大。但是，当市场炒得火热而赤裸裸的引诱又放在眼前，兼且唾手可得时，道德意志薄弱的经纪便会忘却自己的诚信和中立身份，由交易协助者一变而成市场操纵者，严重地破坏了整个“游戏”规则。事实上，在炒卖气氛炽热之时，很多经纪都被揭露曾直接参与造市操纵，破坏自己的诚信，引起社会人士的强烈批评。有传媒更用“股票经纪们都是没有原则的流氓恶棍”(sharebrokers are unprincipled scoundrels)一类极为尖锐严苛的词语，鞭挞股票经纪的行为(*The Hong Kong Telegraph*, 29 May 1890)。

严格而言，以上两个问题归根结底是因为公益与私利之间出现矛盾和冲突。当法律对股票买卖的行为界定得不够清晰，或是限制过于宽松时，投资者很多时候便会因为追逐私利而跨越界线，损害了公众利益。事实上，当身兼立法局议员的怡和大班J. J. 凯瑟克(J. J. Keswick)在1890年中在立法局提出收紧股票买卖的草案时，他所鼓吹的理念，便是要维护公众利益(详见下一章)。

炒作与诉讼(二)：彭湛采矿与《何添控戴奎诺案》

另一案件虽然没有像《砵士控卢斯唐治案》那么轰动，牵涉面也没那么广，但背后的操作方法，却十分独特，也很有启发性。在讨论之前，让我们先谈谈诉讼的过程和结果，之后才深入一点看看彭湛采矿的情况。该案名为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

《何添控戴奎诺案》(*Ho Tim v J. d' Aquino*),案中牵涉的公司为彭湛采矿(Punjom & Sunghei Mining)——一家在港注册但在马来半岛从事采矿业务的企业,原告人为一位年轻华商,名为何添(这位 Ho Tim,应该不是恒生银行创办人之一的何添),被告人则为股票经纪,名叫戴奎诺(J. d' Aquino)。

案情是这样的,在 1889 年 10 月 28 日下午,原告人通过股票经纪林湛(G. Ramjam)向被告人戴奎诺购入 25 股彭湛采矿股票,每股作价 14.5 元,双方同意在翌日早上送货。同日下午,股票由 14.5 急升至 21.0 元,到了晚上,被告人通知原告人经纪,说该交易只是玩笑而已,他不会送货。原告人经纪与他争辩,但不得要领。结果,原告人的经纪在原告人指示下从别处以每股 21.0 元的价格,购入 25 股彭湛采矿股票,并将案件交由法庭处理,向被告人追讨差价。

从案情发展上看,本案可算是十分清晰和简单的,至于原告人经纪在法庭作供时的一段讲话,更多少可反映出事件的来龙去脉。

> 我是一个股票经纪,10 月 28 日下午 3 时许,我收到一个客户(即原告人)的指示,要求买入 25 股彭湛采矿的股票。我于是跑到位处香港大酒店的股票市场(那里是经纪平时聚集及买卖股票的地点),并在那儿看到被告人,他正和很多同行在那儿谈话,我听到被告人说彭湛采矿股票 50 股,每股 15 元,我便还价 14.5 元,并答应买入 25 股,被告同意并答应在翌日早上 10 时送货,我马上把消息告诉何添。大约半小时之后,股价迅速上升至 17 元至 18 元之间,此时我再碰到被告人,他说刚才的交易只是一个玩笑而已,并要求我取消,我说不可以,因为当时的股价已大幅上升了。被告人叫我向另一位经纪购买,并说那人只卖 14 元,我觉得不太可能,便对被告人说如果他可以向那人买到货,我仍愿意付他每股 14.5 元的价钱。他随即又改口说自己手上没有股票,因而没法子送货,我于是立即通知原告人。在原告人的指示下,我在下午 4 时 30 分从别处以每股 21 元的价钱买入 25 股彭湛采矿股票,到了 5 时,股价已升至 23 元。原初在早上只有 11 元的股价,到了第二天的早上已升至 24 元了。(*The Hong Kong Telegraph*, 20 November 1889)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但是，被告人在作供时则指出，当天与原诉人经纪的谈话，只属开玩笑性质。他觉得该经纪向他问价时，他只是闲谈式地对他说："如果早上你答应以每股 11.5 元的价格将彭湛采矿的股票卖给我，我现在便会答应你以每股 14.5 元的价格卖给你了。"(*The Hong Kong Telegraph*, 20 November 1889)也即是说，当时的一段谈话，完全是一种行家闲话家常时的戏言，原诉人实不应将之理解为正常的交易协议。

虽然被告人辩称交易纯属戏言，但原诉人代表经纪却出示双方在讨价还价后的协议备忘录(memo)，该文件上还附有翌日在政府部门打上厘印(stamped)的标记，证明协议是十分正规的，也是有凭有据的。虽则如此，被告人仍坚持整个交易纯粹是戏言，他甚至请来证人，说明经纪之间很多时候都会相互说笑，借以支持自己的说法。

听完双方的作证后，法官认为整个交易的过程已具备了订立合约的必然要素，合约是有效及有约束力的。由于股价上升了，而被告人又没有按原诉人的要求购入相关股票，才会为了逃避责任的缘故推说交易属开玩笑。法官指出这种推卸责任的行为不可信，也不要得，因此，除了判原诉人胜诉外，还要求被告人承担所有堂费(*The Hong Kong Telegraph*, 20 November 1889)。

涉案公司的股价在单日内倍升的情况，引发我们深入探讨这家公司的兴趣。经进一步了解后，我们发现，这家报称在业界具领导地位的公司，主要是在马来半岛从事采矿业务。由于该公司的发展过程十分独特，对股票市场的整体发展有很大的参考价值，因此，我们将作深入研究和讨论。

彭湛采矿，全名为 Punjom & Sunghie Dua Samantan Mining Company Limited。该公司在 1885 年成立，并在翌年以每股作价 10 元的方式发行 60 000股的股票，在香港向公众集资，筹集 600 000 元，用于矿产开采和日常营运之上。公司的矿场主要集中于马来半岛的彭亨(Pahang)区。据说，该区的矿物藏量极为丰富，不过，自企业成立之后，矿场一直未有重大的矿藏发现。在 1888 年 10 月 8 日的股东大会上，公司主席甚至指出因为业务未如理想而有可能要申请结业。由于业务进展差强人意，在 1889 年之前，股价大都只在 7 至 9 元之间徘徊(*The China Mail*, 1888 - 1889)。

1889 年 2 月 5 日，有一据说是美国采矿专家尼尔逊(J. M. Nelson)致

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

函全港各大报章(包括《士蔑西报》、《孖剌西报》及《中国邮报》),讲述自己刚从马来半岛的矿场实地考察回来,对矿场的情况有一定的了解。按他的分析,彭湛采矿所拥有的矿场不但藏量丰富,还发现有大量金沙,前景极好。可惜,由于该公司的采矿设备颇为落后,道路运输欠佳,因而窒碍了开采的工作。由是之故,尼尔逊认为若能有资金注入,增添设备,并克服运输困难,公司的盈利肯定可以倍升(Nelson, 1889a)。

报道公开后的一段时间内,彭湛采矿的股价便因"发现金矿"的消息而迅速攀升。举例说,在 1889 年 2 月 5 日,该股票的收市价为每股 11 元,一星期后上升至 16.5 元,月中再上升至 21 元。到 2 月 18 日,尼尔逊再次致函《孖剌西报》,澄清市场上一些担忧。他指出某些人对彭湛采矿前景存有忧虑的情况,虽然可以理解,但却过于悲观。在该篇长约 700 字的信函中,尼尔逊有多达 4 次地提到彭湛公司的矿场藏量极为丰富,有很大的潜质。他甚至以美国某些采矿公司的例子,说明矿物开采的投资期虽然较长,但回报——当发现金矿后——同样具有吸引力(Nelson, 1889b)。在经此报道后,彭湛采矿的股价便迅速飙升。2 月 19 日、20 日及 21 日的股价分别上升至 21 元、29 元及 31 元。从种种迹象上看,该股票已因报章的报道和人为炒作而出现不寻常的转变(*The China Mail*, 1 - 22 February 1889)。

到了 2 月 25 日,公司突然召开一个特别股东大会(Extraordinary General Meeting)。会上,公司主席布老迪(W. G. Brodie)指出,公司在马来半岛所拥有的矿场,含金量(auriferous)和含锡量(stanniferous)都非常丰富,为了加速开采,董事局建议增发新股,再集资 200 000 元,添置新设备,借以提高开采效率和步伐(*The China Mail*, 25 February 1889)。

除了宣布增发新股集资外,大会还特别宣读驻马来半岛的矿场主管贝察尔(H. M. Becher)的来信。信中,贝察尔除了介绍公司矿场的现况和开采进展外,还特别提出数据,说明矿产丰富。按贝察尔的初步评估,从公司矿场沙泥的样本中看,每吨沙泥的含金量约有 1 安士(oz),含石英量则约为 18 英钱(dwt)。这些数字,在当时的标准而言,的确十分可观(*The China Mail*, 25 February 1889)。

特别股东大会之后,公司的股价更创出在单日之内从 31 元急升至 80 元的惊人纪录。到了 2 月 28 日,股价虽然略有回落,但仍在 75 元的水平。不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

过，一踏入3月份，股价便急速回落。在3月1日，股价下调至60元，同月的5日、10日、15日、20日及25日，则分别下降至50元、49元、43元、48元及47元。就该股票的股价连续两星期内出现巨大波动，报纸上虽然有广泛报道，但却没法解释炒作的原因所在。

> 在香港的股票市场上，彭湛采矿的股价仍是一个使人难以触摸的谜。今天的股价仍是每股80元的时候，到了明天可以急跌至55元，没有人知道真正的原因所在。（*The Hong Kong Telegraph*, 12 March 1889）

正当股价日渐下滑之际，又有另一署名史密夫（W. B. Smith）的人，在3月25日去信《中国邮报》，声称自己也是刚从马来西亚回来，亲眼看到彭湛采矿的矿场，对金沙的藏量同样十分有信心，认为当时的股价相当吸引，值得投资者考虑作为吸纳对象。在信函的结尾，他更直截了当地说：

> 我可以十分稳当地保证，到了本年（1889年）年底，彭湛采矿的股价——不是市场报价（quoted）而是实际价值（Worth 原文采用大楷兼斜体作为强调）——一定会超过百元以上。（*The China Mail*, 25 March 1889）

受到这项消息刺激，彭湛采矿的股价初时也略有上升，但升幅和持久力均大不如前。举例说，在3月26日、27日及28日的股价分别为51元、50元和49元，之后的一段时间内，甚至由49元的水平急跌至3月29日的40元及4月5日的27元。在4月中至5月中的1个月内，股价才一直维持在25至30元之间，波动不大（*The China Mail*, March to May 1889）。

对于股价随着个别消息报道而出现炒作的“巧合”情况，有署名“平民”（Civis）的读者去信报纸，质疑是否有人刻意利用大众传媒发放虚假消息，借以制造气氛，以便炒作，并从中取利。他写道：

> 在彭湛采矿股票被炒得火热之前，有行文谨慎而精心设计的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

文章曾在贵报发表,似乎有意引导香港的公众投资者相信彭湛采矿将有令人惊喜的消息。该通讯还给公众带出一个这样的错觉,认为公司将会从矿场的采金业务中获得多达数百万元的利润……概括地说,他(们)巧妙地运用媒体的力量,另有所图地将公司的前景制造得"极为美好",并将股价推向高点(high pitch),从而满足了他(们)挖金的愿望(sacra sitis auri 原文斜体并语带相关)。(*The Hong Kong Telegraph*, 18 May 1889)

当然,该读者的疑问并不会得到正面回应,而彭湛采矿的股价则日渐下滑。每当有消息说矿场的开采有进展时,股价会应声上升,但当一段时间后得不到实质支持,股价又会重回旧地。由于矿场一直没有如传闻般发现关键性的金矿,自 1890 年起,股价便一蹶不振,长泻不止。举例说,在 1890 年 6 月底及 12 月底,股价分别为 8.25 元及 2 元;到 1891 年,情况更加差强人意,该年 6 月底及 12 月底的股价分别为 3.5 元及 2 元。至 1892 年 6 月底时,更跌至每股 0.8 元的最低水平。若从股票价格的变动上看,彭湛采矿从 1889 年 2 月底高峰期的接近 80 元大幅下降至 1892 年 6 月底的 0.8 元,跌幅足足有 99.0%,幅度之大,不可谓不惊人。

与香港麻缆厂的情况一样,彭湛采矿的例子除了带出公众利益与私人利益的冲突,和股票从业员的操守和角色冲突外,大众传媒在股票市场兴风作浪的情况,也引起社会人士的深切关注。踏入 1889 年初,市场先后传出有投资者在股票买卖中大获其利,这种传闻本属小圈子内的事情,但一经报纸报道后,公众人士的投资行为也明显变得活跃起来。虽然也有报章评论多番指出坊间的传闻未必属实,叮嘱投资者小心(*The Hong Kong Telegraph*, 24 & 30 January 1889),但其力量与股票报价栏中股价只升不跌的信息相比,评论明显起不了作用。

除了一般新闻报道外,有些别有用心的投资者,甚至利用媒体的力量,发布对自己有利的消息,操纵股价。可惜,当时的传媒工作者并没有深入了解或查证,便直接转载,大肆报道,使那些误信传媒报道的投资者蒙受巨大损失。而彭湛采矿先后传出发现金矿的报道,使股价经常波动的情况,便是最佳例证了(*The Hong Kong Telegraph*, 5 February & 15 May 1890)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

事实上，香港麻缆厂和彭湛采矿两家公司的故事，并没有就此完结。在《砵士控卢斯唐治案》中败诉的卢斯唐治，最后被债权人申请破产。在法庭上，卢氏更被揭露曾参与其他多项牵涉庞大金额的"期货"(time bargain)投机炒卖活动，并累积欠债高达 4 244 700.93 元。以金额而论，该近乎天文数字的巨债，轰动了整个社会，引起政商各界极大的讨论和关注(*The China Mail*, 11 September 1891)。

至于另一市场炒卖热点的彭湛采矿，情况也好不到哪里去。虽然市场上断断续续地有传言指公司发现金矿，但一直都是只闻楼梯响。随着投入资本日渐用尽，而金矿又没丝毫发现时，"盛产黄金钻石之地"(the land of ophir)的美名，也变成了空话(*The Hong Kong Telegraph*, 27 June 1890)。寻金梦碎，很多投资者损失惨重，失意而去，至于那些企业则从此也处于半死不活的境地，最终走上倒闭结业之路(*The China Mail*, 30 July 1894)。从以上两个事例中，我们可以深深地感受到股票市场的风高浪急和波谲云诡。

结　　语

如果说 19 世纪 80 年代初的地产泡沫爆破，是少数西商借本身与统治者的紧密关系，取得政府内部信息而操弄地产市场，并击败刚崛起的华人商贾，延续他们在经济上主导地位的话，那么 90 年代初的股市风暴，则是少数企业大股东借控制企业内部资料，再伙同股票经纪操纵交易、调控买卖，欺压局外的公众投资者，并严重地损害社会整体的利益、破坏投资信心。如果前者被理解为新旧势力的政治角力，因此政府可以袖手旁观，任由商人之间自相争夺；那么后者则明显跨越商人间在合法合理范围内自由竞争的底线，并损害了整体的社会福祉，因此政府很难坐视不理。

事实上，自 1889 年初出现股票炒卖活动起，传媒便率先对那些以自由贸易之名而进行投机赌博的行为提出质疑，并建议政府修改法例，遏止市场不法活动。举例说，《士蔑西报》便曾经发表措词强硬的评论，指斥当时方兴未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

艾的投机活动，会破坏香港股票市场的秩序，要求政府干预。

> 现在是时候要求政府干预以避免同类丑闻发生了吧！那些以不合理手法推高股价并从中套利的人，其实是有罪的，他们使用虚假消息而达至个人私利的行为，与“偷人钱包”的罪行无异。假如中国的字花(Chinese lottery ticket)、番滩(fan-tan)一类赌博行为被殖民地政府列为违法行为，那么为什么赤裸裸地以股票作为豪赌的行为则不加管制呢？……这些以虚假消息炒买股票的行动，其实也是很不光彩的、是很丑恶的，更是应该禁止的。(*The Hong Kong Telegraph*, 24 January 1889)

不过，当时的政府既没有注意到事件的严重性，也不认同要由政府扮演积极角色，干预市场营运者的投资行为。由于政府一直以“自由贸易”为借口，并迟迟不就过度活跃的投机行为加以制约，某些商人便利用了这个宽松的法律空子，大肆炒作，结果形成了股市大风暴。

简单地说，从 19 世纪 80 年代末股票市场的过度炒作、泡沫爆破，到 90 年代初社会上的公开辩论、倡议立法和法案实施，香港股票市场的发展，在前后不出 3 年的时间内，已经出现了峰回路转、转变急剧的情况。这些重大的转变，不但对香港股票市场和金融制度有十分巨大的冲击，对整体经济发展，同样意义重大、影响深远。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第四章

利益争夺与倡议立法

1891年既是港英政府筹备“庆祝”攫取香港50周年的“大日子”，也是香港股票市场发展极为重要的一年。就在这一年，经历过“大跌市”风暴打击后，香港的股票市场一片寂静，小股民损失惨重、怨声不绝。港英政府已意识到单靠市场从业者自律的行为，将无法维持市场的秩序和有效运作。由是之故，当局决定收紧法例，希望以建制性的手段，约束从业员的行为，堵塞因市场过度自由、监管不足而产生的漏洞。

与此同时，当政府着手草拟法例时，既得利益集团也意识到如果股票买卖的行为受到限制，本身的利益难免会遭到削弱，为了巩固既得利益，他们一方面联群结党与政府周旋，希望阻挠政府立法；另一方面则马上成立同业公会，借以垄断市场，延续他们原有的影响力。从历史的角度上看，不论是政府立法或是业内人士成立公会，两种举动均深深地影响了香港股票市场日后的发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

业界自律与建制规范的争辩

自从个别股票出现炒卖造市现象起，社会上便陆续有抑制投机活动、规管业界行为的言论。举例说，当蒸气航运公司的股价在短时间内被炒得热火烘烘之时，很多投资者还以为只是个别事件，因此只集中于谴责那些参与炒作的中间人——股票经纪。

> 很遗憾，我们现时仍没法子确定谁是这次操控股价事件的策动者，虽则如此，我们相信事件很快便会水落石出。我们认为那些自认是经纪的人，肯定是活跃的参与者，否则这个游戏很难“演”下去。运作模式其实十分简单，那些主谋事先指示经纪尽量买入股票期货，使市场出现“短卖”(short-sell)现象。事实上，经纪们不但只负责买卖股票，还会散布消息，甚至想方设法编制虚假交易和账户，使市场炒风更盛。(*The Hong Kong Telegraph*, 31 January 1889)

随着愈来愈多企业趁1889年初股票市场转旺之势陆续“上市”向公众集资，股票市场的炒卖活动也变得炽烈起来。有报纸这样报道：

> 最近短短数星期以来，已有超过6家(有限)公司先后成立，势头看来仍然持续。这情况除了表示香港的经济发展充满活力外，也暗示有人在股市中推波助澜，甚至进行投机操纵。从社会整体福祉出发，这种发展趋势不能不说是存有隐忧的。(*The Hong Kong Telegraph*, 7 March 1889)

正是因为投入股票市场的人愈来愈多，市场活动也变得更加复杂。不久，当有消息指公众公司的管理层也有参与投机操纵时，报章上的批评也变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

得更为严厉。

我们发现公司的股价不但被董事局成员拿来当作赌博之用，连带那些中下级雇员也参与一份，这些人既然受聘于股东，便应为捍卫股东利益而努力。但是，他们不但没有这样做，反而在利用手上掌握的商业资料，并毫无廉耻地运用于操纵股价之上，为自己图利。(*The Hong Kong Telegraph*，18 February 1889)

虽然报章上的评论络绎不绝，但炒卖活动不但没见收敛，反而有愈演愈烈之势。彭湛采矿、中华糖厂、东京法商煤矿和香港麻缆厂等股票或先或后地出现炒卖的情况，更引起社会的极大关注。

面对眼前一浪接一浪的(造市)丑闻，公司董事是否有责任找出真相，看看谁是制造“牛市”的原凶呢？坊间有报道指那些造市黑手与公司的行政人员有紧密联系，这种传闻本身已有充分理由促使该公司立即进行内部调查了。(*The Hong Kong Telegraph*，18 March 1889)

俟后，当造市操纵之说甚嚣尘上时，社会上要求抑制炒风和规管买卖的呼声也高唱入云。虽然呼声强烈，大家对应该采取何种方法的观点，则有很大分歧。简单而言，当时的声音可分为两大派。一派认为为了维护自由贸易的原则，应该以市场作调节主导，让业内人士自律。他们相信，业内人士自我约束的行为，最终可恢复市场的秩序，政府不应，也不必插手。另一派则认为从业者过往因私利而忘记道德和法律并破坏市场秩序的行为，已充分证明单靠业界自律行不通。如果政府不介入，修改法例，并以更严厉的建制性手段规范投资行为，公众利益将无法得到保障。

事实上，在炒风炽烈之时，很多投机者已把股票市场看作赌场，每天都在那儿像“赌大细”或“估公字”一样地赌博。如果“估”中了，便赚大钱，一夜致富；如“估”错了，便输钱。可是，由于他们大多只身来港，又没有多大家财，输了钱大不了便离开香港，一走了之，因此，对他们来说损失不会太大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但是，对整体香港社会而言，代价却十分沉重。有报纸便指出，这种“公我赢、字你输”(heads I win, tails you lose)的不负责任的赌博行为，其实正是当时每遇个别投机者失利便卷席而走，令股票市场像碰到骨牌般一环接一环下跌的原因所在(*The Hong Kong Telegraph*, 13 February 1889)。

在 *Shares in Hong Kong* 一书中，包里尔和蔡格认为开埠初期的股票市场如此风高浪急，是商人寻金冒险心态过强所致。他指出很多外国商人到港的目的，都是抱着寻刺激、赚快钱的心态。为着达到这个目标，他们往往不顾后果、不理道德。书中，包、蔡二人更引述商人的话，剖析他们的经营手法，从而印证当时商人见利忘义、急进冒险的行为。

> 我们是十分实际而且唯利是图的，我们经商的目的，便是为着赚钱既多又快，为着这个目的，只要是法律允许的，不论什么方法，只要能赚到钱，都是好的。(Barrie & Tricker, 1991: 16)

其次，包里尔更引述早期英国官员的说法，批评西欧商人为达目的不顾社会公益的行为，进而说明当时商业道德的薄弱。

> ……埋没良知而不顾后果的冒险家们，一心只为追逐个人私利——既多又快，他们根本不会想到长远商业利益的问题。至于真理和正义的原则，更被他们抛到脑后。更有甚者，他们甚至不惜为自己不正义的行为作粉饰，使之穿上爱国和文明的虚伪外衣(cloak their injustices under the guise of patriotism and civilization)……(Barrie & Tricker, 1991: 17)

正因为当时商人投机冒险的意识强烈，而商业道德和社会责任又相对薄弱，作为赚钱“既多又快”的股票市场，便成为他们趋之若鹜的投机乐土。由于开埠初期的股票市场发展仍未成熟，法律制度不够健全，投机者很容易便能兴风作浪、舞弊操纵，使股票市场风大浪急、暗涌处处，并导致了 1889 年年中的股市大风暴，给香港的金融制度带来了巨大的冲击(详见上一章)。

对于投机者为着追逐名利而罔顾社会道德和公众利益的行为，一直倡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

议政府立法的《士蔑西报》,在1889年6月13日发表了一篇遣词尖锐的社论,既严厉地批评那些参与操纵股市的人,又指出政府立法的急切性和必要性。

> 刚刚发生的股票赌博(stock gambling),已经对本殖民地造成很大的伤害。到底谁应为这次的事件负责呢?是政府充耳不闻、闭目不观地任由股票赌博问题泛滥下去的不负责行为吗?是公众公司董事和雇主们纵容仆人和雇员们沉迷于股票投机买卖而不加以阻止的不道德行为吗?还是经纪们明知那些与他们进行买卖的人有问题仍漠视当中的危险继续进行交易的不合情理举动呢?我们认为不论是政府、公司董事、商人还是经纪,均是责无旁贷的,在公众利益面前,他们实有不容推卸的责任。我们正处于道德的十字路口,赌博成性的公司董事已给自己的职员展示了不良的榜样,而经纪们已变得唯利是图,他们的忠诚更纯粹建基于佣金之上了。现在已是政府以立法方式进行干预并阻止这些危害社会发展的行为继续恶化下去的时候了……除非我们可以尽快推出有效政策,拨乱反正,否则我们将会很快面对另一"黑色星期五"(股市风暴),而苦果则会由我们在往后的数年内自己饱尝。(*The Hong Kong Telegraph*, 13 June 1889)

事实上,当股票市场在1889年1月至6月间被炒得火热之际,不但只富商巨贾乐此不疲,每天在股票市场中买买卖卖、如痴如醉,就算是中下级职员和部分市民,也炒个不亦乐乎。难怪有报纸这样形容当时的情况:"在这个细小的殖民地里,从小文员到小官员,每天都连同他们的经纪们不断地进行投机活动。"(*The China Mail*, 20 July 1889)

虽然社会上大多数声音都支持政府规管,抑制过度活跃的投机赌博行为,但业界却坚持要以自由贸易和业界自律的原则作为处理问题的圭臬。业界虽然一直高呼自由、自律的口号,但往往是自由泛滥、自律不足。股市投机赌博的活动,更是一浪接一浪,也一浪比一浪大。对于业界迟迟没有拿出实际措施解决问题的情况,汇丰银行财务总监米特兰(A. W. Maitland)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在1889年12月中发出内部指引，建议业界自行订定股票交易结算时限，减少因积货太多而引致市场波动。

> 随着香港股票交易的日渐繁多，我们应尽量减少在每月月底才进行结算的做法，(我们建议)由10月1日起所有期货买卖(shares sold forward)应该在该月交易后的25号送货(类似现时的期指结算日)，而非现时的每月月底，我们相信这样才能更有效地促进股票的成交和结算。(*The Hong Kong Telegraph*，21 September 1889)

对于汇丰银行自我监察和自我调节的建议，部分股票经纪仍然觉得会影响他们的生意，不过，一直立论较为公正的《士蔑西报》则表示支持。该报的社论这样写：

> 我们应当设立一个公认的股票交易结算日，这个日子不应受到任何外在因素干预，这样，无论是经纪或客户，均能获得交易上的便利。(*The Hong Kong Telegraph*，21 September 1889)

虽则如此，他们坚持以建制性手段规管投资行为的立场则始终不变。该报在10月份的数篇社论中，便多次强调业界自我约束的行为，虽能为市场的运作带来正面作用，但却不能完全代替建制性手段。

> 成立一家经纪会并不是什么灵丹妙药，它并不保证可以马上清除本地股票买卖制度所存在的问题，不过，它却可以让我们建立一套正确的规章，接纳那些财政稳定并有一定信誉的人为经营者，以及发展成一个合理的生意屏障。这样，眼前股票市场的很多问题便可以得到解决。虽则如此，有一点几乎是可以肯定的，除非经纪们懂得自觉地行动起来，为“自己的家定下规矩”，否则，政府必会插手，帮他们修房搭屋，到那时候，经纪们或者就后悔莫及了。(*The Hong Kong Telegraph*，15 October 1889)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可以这样说，在讨论如何处理股票市场中的造市操纵行为时，社会上要求采取建制性手段抑制投机赌博的呼声，一直高于让自由市场机制自我调节的声音。可是，政府似乎视若无睹，既没任何行动，也不作什么表态。

倡议立法：草案一读

（第一次草案审读——编者注）

正当社会就应该采取何种措施解决股票市场炒卖活动议论纷纷而政府又未作行动之际，身兼立法局非官守议员的渣甸洋行大班 J. J. 凯瑟克(J. J. Keswick)，则当机立断，并仓促地在 1890 年 7 月 21 日的立法局会议上提出私人草案，要求修订法例，抑制股票赌博问题。由于提案得到另一非官守议员——遮打(C. P. Chater)——的和议与支持，草案便顺利进入一读的立法程序。

据 J. J. 凯瑟克的介绍，该名为《修改按 1865—1886 年法例登记的股份公司及其他合股公司股票买卖法案》[An Ordinance to Amend the Law in Respect of the Sale of Shares in Companies Registered under the Companies Ordinance 1865 - 1886 and in Other Joint Stock Companies，简称《股票合约草案》(*Share Contracts Bill*)]的提案，是以英国《帝国法案》(*Imperial Act*)中维多利亚时代第 30 号第 29 章(Vic. 30，Chap. 29)——简称《李文法案》(*Leeman' Act*)——作为蓝本(详细资料可参考 1866 年 8 月 1 日《孖剌西报》在 Share Gambling 一栏中有关《李文法案》在英国下议院提出辩论时的报道)，目的在于规范买卖双方在合约仍未执行(生效)之前便进行转卖的行为(*The Hong Kong Telegraph*，21 July 1890)。

草案提出后，社会上的讨论颇为激烈。提倡以建制性手段抑制投机活动的一派，当然大力支持，认为法案可针对当前的问题。“在没有任何股票交易条例或规章保障合约的有效性之前，我们相信 J. J. 凯瑟克先生的草案可以十分实在地阻止‘时间议价’(time bargains)的问题。”(*The Daily Press*，23 July 1890)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但是,另一派则极力反对,指出政府的立法超越了宗主国的法律,在法理上说不通。至于港府对市场的干预,更会损害从业员的利益,破坏香港自由贸易的传统。据《中国邮报》的引述,《孟买宪报》(*Bombay Gazette*)曾经报道了香港政府计划立法规范投资行为的消息,并指出香港是大英帝国在伦敦以外地区第一个考虑采纳《李文法案》的地方。如果条例最终落实,孟买当局也会考虑跟随(*The China Mail*, 17 September 1890)。事实上,由于彼此看法迥异,双方经常在报章上发表评论,阐述各自的理据。

有鉴于法例的影响深远,港府曾就这个问题多次向英国的伦敦政府作出汇报、交流和讨论,并询问殖民地部的行政指示。随着这些致殖民地部机密文件(*Despatch to the Colonial Office*)的公开,两地政府看待问题的立场和观点、处理问题的原则和手法等,也相继显露出来,这对我们的研究有十分重要的启发,而下文的分析,主要便是以这批机密文件作为根据。

草案一读后,署理港督菲林明(F. Fleming)便在同年的9月2日致函英国殖民地部大臣诺士佛(Lord Knutsford),介绍J.J.凯瑟克提出草案的原因和背景。据菲林明的转述,J.J.凯瑟克提出草案的用意,是要针对股票市场炒买赌博的行为。按J.J.凯瑟克的分析,导致这个情况的主要原因是交易后的送货期太长,才让投机者有机可乘。他指出英国政府为了稳定银行系统、保障存款人的利益,在1867年已推出《李文法案》,限制银行股票在没有完成送货程序之前进行转卖的做法,似乎很有启发作用。J.J.凯瑟克认为,由于银行股票没有所谓"时间议价"问题,投机者便很难进行炒卖。因此,他觉得政府可以借鉴该法案,收紧股票买卖的手续,从而遏止香港股票市场因为送货期太长而出现"买空卖空"的情况(CO 129.317.19594, 1890)。

为了平衡正反意见,菲林明在函件上还附有署理律政司欧盖德(E. I. Ackroyd)的法律意见。据欧盖德的分析,香港的股票市场的确存有颇为严峻的赌博问题,收紧市场交易规则或者有其必要,但是单从法理角度上看,草案免不了会收窄合约的自由度,影响商业贸易。因此,他指出如果政府真的要立法,必须注意这方面的影响。欧氏说:

> 草案的目的,虽然是为了禁止自去年以来在香港发生的一连串股票赌博行为……不过,我会觉得这个草案明显限制了合约的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

自由度(restriction on the freedom of contract),这是值得我们注意的地方,也是我对草案有保留的地方。(CO 129.317.19594,1890:541－543)

两个星期后(1890年9月17日),菲林明再补寄草案提议人J.J.凯瑟克的备忘录给诺士佛,详细阐述提案的理据。在该函件中,J.J.凯瑟克开宗明义地指出,他提出草案的主要目的,是为了抑制投机者借股票送货期过长而进行大肆炒卖的行为。他说:

随着(香港)与中国、日本和海峡地区的贸易增长迅速,很多有限责任的公司纷纷在此成立,而香港也变成了这些公司股票买卖的中心……自统治(香港)以来,(当局)对股票买卖并没系统化的管制。但是,从去年(1889)起,一些毫无制约的股票赌博行为便日见炽烈,并已严重地破坏了个人应有的诚信……当股价被(股票)从业者(operators)逐步推高时,公众投资的兴趣也逐渐增加……他们不但投下毕生的积蓄,连带个人的信用(credit)也押上去了……可是,当那些从业者由大举买入(股票)转为大举抛售时,股价便应声下降。公众投资者那时才知期望落空,亏损严重,但却为时已晚……(投资者)财产不断地、大幅度地贬值,结果自然引来社会恐慌。(CO 129.335.20524,1890:723－724)

为了深入阐述香港的股票市场如何遭到某些从业员和企业高层的操控,J.J.凯瑟克更以香港上海银行(汇丰银行)为例,说明当中的弄虚作假和营私舞弊。至于法律上的漏洞和投资者的人心惶惶,更对股票市场的长远发展有很大影响。

香港不像伦敦或其他国际大城市般拥有丰厚的财富和底子,当一些大财团的股票被大举抛售时,这个细小的市场,实在很难承受……就以香港上海银行(股票遭抛售)为例,股票从业员伙同某些身家丰厚的人和部分跟随者,对股价进行操控。他们最初是逐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

少逐少地买入该银行的股票，使股价拾级而上，而股票成交后又安排在1、2个月甚至3个月后才送货(delivery)。通常到了财务结算月或结算年，公司将要公布派发股息之时，公众人士或会预期银行的业绩不错而买入股票，股票从业者便会在此时以高价出售手上股票，大获其利……当股票从业者在高位尽售手上股票后，他们又会反其道而行。通常会在派息后唱淡股票，又刻意以较低价格买卖股票，引起原初在高价承接股票人士的担忧……当股价日低一日之时，不明就里的投资者又会恐慌性地抛售手上的股票，而股票从业者则在此时乘机以低价收集……公众人士的财富便是在这样的游戏过程中被吞噬，投资信心也会随之而大大地被削弱。(CO 129.335.20524，1890：725－727)

J.J.凯瑟克的结论是，由于香港的法律制度过于宽松，少数股票从业员和公众公司的管理层才能利用这些不足之处进行炒买，攫取私利，而这种行为，又严重地影响了公众投资者的利益和信心。他写道："通过利用那些并非属于他们的股票，操控市场，股票经纪或投资大户便能从中攫取小股民的利益。"(CO 129.335.20524，1890：725)

草案提出初时，立法局内的反对声音并不强烈，不过，作为议案针对的一群——股票经纪，则明显十分不满。据港府透露，议案提出后，立法局便因种种原因而押后审读。不过，政府没有说明具体的原因所在(CO 129.262.18313，1891)。期间，部分股票经纪更在1891年3月2日成立香港股票经纪会(The Sharebrokers' Association of Hong Kong)，希望集中力量抗衡J.J.凯瑟克的提案。

当菲林明就J.J.凯瑟克的提案致函殖民地部时，他曾经咨询了诺士佛的行政指示。诺氏最初的回复是："非官守议员必须同意。"(the unofficial members should agree to it)(CO 129.262.18313，1891：660)因此，港府觉得必须争取所有非官守议员的支持，才可通过法案。由于这个指示，港府便尝试了解所有非官守议员的立场和看法。当时的非官守议员总共有5人，他们除了有草案提议人J.J.凯瑟克和和议人遮打外，还有端纳洋行的赖里(P. Ryrie)、华人代表何启(Ho Kai)和香港总商会兼渣打银行大班韦黑德(T.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

H. Whitehead)。

在政府看来，J.J.凯瑟克和遮打是草案的动议人和和议人，应该不会反对。至于赖里和何启，也有证据显示他们倾向支持法案。唯一不敢肯定的是韦黑德，因为他是香港总商会的代表，而总商会内很多会员均为股票经纪或与股票经纪关系密切，因此，政府估计韦黑德极有可能反对立法(CO 129.262.18313，1891)。

当草案进入二读时，港府收到伦敦方面的指示，说诺士佛不再坚持全体非官守议员均须同意的原则。“只要多数议员通过便可进行，不再坚持全体议员的一致同意。”(did not insist upon absolute unanimity)(CO 129.262.18313，1891：662)这个重大的态度改变，给当时的港英政府很大鼓舞。在当时的政治环境下，如果要游说韦黑德同意，似乎十分困难，因为香港总商会曾经通过紧急决议，公开反对 J.J.凯瑟克的提案，而总商会的政治影响力，更是不容低估的。换言之，港府初时估计，在香港总商会和韦黑德的阻挠下，法案实在很难在“全体议员同意”的情况下获得通过。诺士佛及时的态度转变，明显地给港府传递了正面信息，殖民地部对香港股票市场的立法，已经相当肯定了。

倡议立法：草案二读
(第二次草案审读——编者注)

草案首读的1年后，立法局终于在1891年6月19日提出二读。进行二读时，香港股票经纪会特别聘请御用大律师法兰斯(J. J. Francis)为代表，到立法局内讲述该会反对立法的理据。会议上，法兰斯雄辩滔滔地指出 J.J.凯瑟克的草案违反合约的原则、违反大英帝国法律的精神及违反香港自由贸易的传统等等。法兰斯认为，草案既会严重地损害股票从业员的利益，亦无助解决所谓股票炒卖的行为，因此，政府应该取消立法，放弃干预，让股票市场自动调节、自我完善(*The Daily Press*，20 June 1891；Hong Kong Legislative Council，1891：186-195)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对于法兰斯的批评，J. J. 凯瑟克虽然不同意，但却没有逐点反驳，他只是重申草案只会抑制不法炒卖活动，对正当交易则不会有任何冲击。他进一步指出，业界的观点，他本人和立法局内的同事都清楚地听到了，相关的讨论也已十分充分了，因此，他动议进入二读程序。不过，作为香港总商会代表的韦黑德则指出，该商会早前已通过议决，反对草案，他建议成立调查委员会(commission)，就股票市场是否出现过度炒卖的问题作出调查。不过，建议却遭官守议员——尤其是辅政司(Colonial Secretary)的反对，认为政府不是追查事件的法律责任，因此没必要成立调查委员会。由于议会内的意见并不一致，署理律政司李雅全(A. J. Leach)只好押后会议，另作讨论。

虽然立法局内的硝烟稍息，立法局外的辩论则唇枪舌剑、刀来剑往，争辩激烈。股票经纪与富商巨贾之间更各为利益而各有立场，彼此争论不休。支持立法的一方在报纸上指出：

> 投资者对股票市场相当恐惧。他们受到(股票)从业者赌博行为的影响后，已害怕再次进入股票市场。事实上，投资者渴望的是一个安全扎实的股票市场，而非风高浪急、波涛汹涌的赌场。(*The Daily Press*, 22 June 1891)

至于被视为股票专家的鸦片巨商庇理罗士(E. R. Belilios)更公开表示新法例只会打击那些投机分子，对正常交易则不会有所影响，借以安抚股票经纪。他在1891年6月25日的报章上这样说：

> 据我个人的经验和观察，过往10年以来，我们所承受的经济不景，实际上或很大程度上都是由于股票被过度抛售(over-selling)所引致的……投机炒卖的行为将会受到打击，但真正的股票交易反而不会受到影响，市场环境也会因为新条例的实施而变得健康和安全，投资者过往的忧虑也会日渐减少。(Belilios, 1891)

但是，股票经纪似乎不领情，也不同意庇理罗士的观点。既是股票经纪会创会会员又是遮打华尔浓经纪行(Chater & Vernon Share & General

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Broker)合伙人的华尔浓(J. Y. V. Vernon)便去信报纸，反驳庇理罗士的观点。华尔浓指出，港府修改法例，自设屏障的做法，不但会破坏香港作为自由港的美名，更会阻碍正常股票市场的运作，不利同业经营(*The Daily Press*, 26 June 1891)。

不过，该观点迅速遭到支持立法人士的反击和批驳。在翌日的《孖剌西报》中，该报社论便辛辣地指出华尔浓的看法褊狭、了无新意，既没深入了解社会和市场的真实情况，又只字不提股票市场中有人刻意操控股价的事实。社论进一步指出，草案不但无损合约的自由度，更不会干预市场的运作。恰恰相反，草案反而可以恢复公众投资者的信心，有利香港经济的长期稳定和发展：

> (新法案)除了可以消除市场遭操控的风险外，更能鼓励真正投资者进行投资，让市场自然康复。我们相信，法案通过后，当前的(经济)不景现象很快便会过去。(*The Daily Press*, 27 June 1891)

同年的7月3日，立法局再就草案进行讨论。会议上，署理辅政司古德文(W. M. Goodman)再就草案上某些“灰色地带”作出澄清，借以减轻股票经纪的忧虑。据古德文的解释，新草案中要求股票买卖双方注明姓名和数码(name and number)的规定，并非表示政府要将炒卖活动刑事化。新条例只会写明，如果买卖合约上没有填上姓名和数码，合约便会自动失去法律效力(null and void)，而法庭也没可能为该交易作出任何仲裁。也即是说，如果买卖双方明知合约不具法律效力仍进行交易，那已和赌博没分别了，双方只有各自承担后果了。当然，如果有人刻意在合约上填上虚假资料，则属犯法，会受到处罚。经古德文解释后，立法局内的歧见明显收窄了。由于有了共识，草案在J. J. 凯瑟克动议和赖理的和议下进入二读程序(CO 129.262.18313, 1891; Hong Kong Legislative Council, 1891: 201-204)。

两个星期后的7月17日，立法局再次就草案进行另一轮审议。在这次会议上，议员就条例中某些具体事项，例如条例何时生效、违法时如何处罚、量刑如何等作出界定。由于议会内没有多大分歧，古德文建议将草案交由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

相关内务委员会作深入审议的提案，在 J. J. 凯瑟克的和议下获得全体议员支持通过(*The Daily Press*, 18 July 1891)。换言之，进入二读后，草案初时虽然有些反对意见，但经多轮讨论和澄清后，草案最终在没有议员反对下完成整个二读程序(CO 129.262.18313, 1891)。

倡议立法：草案三读

(第三次草案审读——编者注)

完成二读后的一个星期(1891 年 7 月 24 日)，立法局再动议将 J. J. 凯瑟克草案进行三读。这次的提议人仍是 J. J. 凯瑟克，而和议人则是华人代表何启。不过，赖里却在此时以公众人士对草案愈来愈不满为由提出修订，建议将草案交由相关的委员会再作深入研究(re-committeed)。虽然赖里的修订提案获得韦黑德的和议，但因大多数议员均认为草案在二读时已由委员会审理过了，不应再浪费时间，因此，修订案在 2 票赞成 8 票反对之下不获通过。

看到赖里的修订案不获支持，韦黑德提出另一项修订，要求立法局再给予 3 个月时间，咨询公众，也让业界有充分时间表达意见。但是，本职为驻港英军司令的署理港督白加少将(Major-General G. D. Barker)则指出，草案由提出首读到二读，已经历了 1 年多时间，在这段时间内，股票经纪会虽然曾经多次强调会提出修订建议，但一直没有落实，而立法局内又曾经给予机会，听取经纪会代表的意见，因此，白加认为咨询已十分充分了，港府不可能再押后审读。由于白加表明立场，反对延期，韦黑德的修订案遂在没有议员肯做和议人的情况下胎死腹中(*The Daily Press*, 25 July 1891; Hong Kong Legislative Council, 1891: 211 - 215)。

由于议会内有反对意见，白加便要求全体议员投票表决。结果，法案在 9 票支持(包括署理港督白加)，1 票反对(韦黑德)的情况下三读通过，成为正式法例。条例命名为《1891 年第 15 条》(*No. 15 of 1891*)，并宣布在同年的 10 月 1 日起开始生效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

由1891年10月1日起,任何合约、协议或买卖凭证(token)……在交易和转卖时,该等股票或权益等均须注明持有人的姓名(name)……股票的数码(number)……否则,合约不具法律效力(null and void)……任何人士故意填上(wilfully insert)虚假资料如姓名或数码等……即属违法,一经发现,将交由裁判法院审理,并处以不多于250元的港币罚款或不多于6个月的监禁。(*The Hong Kong Government Gazette*, 1 August 1891: 711)

法例通过两个星期后,港府在同年的8月7日再次致函殖民地部,交代事件的始末。信函中,白加对整个立法过程这样精简地描述:

在第一及第二次草案审读时,并没有任何反对意见,就算是在内务会议上,也没有相反的看法。到了第三次审读时,才有赖里议员提出修订,但当他被问到有何理据时,他只以"有公众人士向他表示不满"作为辩护。至于何谓"公众不满",他则说不出一个所以然来。结果,修订动议以8对2的比数遭到否决。另一押后审读法案动议,由韦黑德提出,他要求多给3个月时间,再作研究,但却因没有和议人而夭折。最后,草案在只有1票反对而大多数议员均表支持下获得三读通过。(CO 129.262.18313, 1891: 662-663)

除了简单地阐述立法过程中的某些争拗和分歧外,白加又附上署理律政司李雅全向港督提交的法律报告 *Report by the Attorney General on Ordinance No. 15 of 1891*,讲解新法例的法律基础。在该报告中,李雅全指出新条例并没违反港督训示,不过,在管制范围上则较《李文法案》广泛,而量刑也较严格。虽则如此,他觉得这都是法例容许的事情,也符合训示的基本精神(CO 129.262.18313, 1891)。换言之,从法律基础的角度上看,新法案应该不会受到挑战。

除了概括地解释整个立法过程和法律基础外,白加还特别引用早前汇丰银行总经理昃臣致港督德辅信函中的一段话,指出商界对股票市场被过度炒卖的关注和对立法规管的渴求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

> 我为现时香港股票及物业经纪们的所作所为感到羞耻，并认为(当局)应让拿出有效措施，扭转当前不能接受的经营方法……在香港服务的长时间内，我注意到股票与物业的赌博——尤其是年轻一群——已十分严重，如果政府能拿出有效措施抑制这些行为，我将会感到高兴和欣慰。(CO 129.262.18313，1891：668)

信末，白加又特别说出自己的感受，认为香港股票市场确实有迫切立法的需要，而社会上很多具领导地位的政商名人如李斯特(A. Lister)、昃臣和庇理罗士等，也深表支持，认为新法例对香港股票市场的长远发展有利。因此，他希望诺士佛公爵以及伦敦政府能认真考虑香港政府立法的举动(CO 129.262.18313，1891：666-667)。

立法后的抗争

法例虽然最后通过了，但既得利益集团的抗议行动，却没有因此而停下来。相反，以香港股票经纪会成员为首的香港总商会，更不惜人力、物力，发起联署运动，计划采取过往每遇与港府有意见冲突时便“直通”伦敦的做法，上书英国殖民地部及英女皇，既要求最高权力机关撤销法案，又间接向港府施压(*The Daily Press*，10 August 1891)。

对于香港总商会要求港府代为转交抗议书(Petition)给殖民地部及英女皇一事，署理港督白加显然没有拒绝。在1891年9月2日致诺士佛公爵的文件上，白加除了呈上香港总商会的抗议书外，还附上自己对整个事件的评估、西商领袖庇理罗士和草案提议人J.J.凯瑟克的分析，以及香港主要报章的一些报道和评论，借以平衡各方论点。

抗议书开宗明义地指出，J.J.凯瑟克法案将会削弱香港过往建立起来的自由贸易传统，损害商人利益，因此要求英女皇行使特权，禁止(disallow)法案生效。“若法案得到女皇陛下的确认(confirmed)，将毫无疑问地干预我们在香港殖民地的生意和经营，并严重地伤害了我们的利益。”(CO 129.287.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

19832，1891：44）

除了指出新法例会伤害商人的利益外，抗议人士还列举证据，说明立法局内的非官守议员并非完全支持立法。按他们的分析，在整个二三读的过程中，遮打均没有出席，因此，作为草案一读时的和议人，他实际上是反对立法的。其次是华人代表何启，他在二读时曾经建议设立调查委员会，对股票市场的炒作进行深入调查，这个举动实际上已反映出何启反对立法。至于赖里议员，他在三读时也曾经提出要修订条例，因此，他也不是完全同意J. J. 凯瑟克法案的。

其次，抗议人士又特别指出，在立法局外的香港总商会，曾经召开紧急会议，并以大比数通过反对立法的决议。在各种证据的支持下，抗议人认为无论是立法局内或立法局外，均对政府的立法举动有很大保留，伦敦政府实不应让香港通过这么多反对声音的法例。

从法理角度上看，抗议人士又指出香港的立法，直接地挑战了英国国会的权威，偏离了英国的法律（a departure from the law of England）。据他们的分析，在英国，《李文法案》只是针对银行股票，但是，作为英国统治的香港，却将J. J. 凯瑟克草案扩展至所有股票交易。这种做法，实际上已超出了宗主国立法时的精神和原则，对英国的司法制度，产生负面冲击。

最后，抗议者甚至指出，香港的股票市场根本就没有出现过度投机所造成的所谓“公众毒害”（public evil）问题。据他们的反映，股票市场内的价格上落、交易多寡，只是自由经济活动中的一些常见现象，政府实在没有需要采用立法手段，直接干预市场自动调节和运作的规律（CO 129. 287. 19832，1891）。

面对抗议者的指责，白加并没有逐点驳斥，反而巧妙地将这个责任交给庇理罗士、J. J. 凯瑟克和香港的各大报章，自己则重点地分析那些抗议人士的身份和背景。按白加的调查，这批联署者中，有2家为英资银行，不过作为香港龙头银行的汇丰银行，则没有签署。至于19家商行中，大多数是德国人或波斯人开办的，英资企业则大都跟随渣甸洋行，支持政府立法。除此之外，还有9名独立商人、9家公众公司代理行、31个欧洲或波斯股票经纪行、6个汇票及船务经纪行、22个经纪行内的职员、17名不知名及不同行业人士及33名华人（表4.1）。在这个名单中，白加概括地说：“我必须承认，抗议人士虽然只是社会上的少数，但他们却是深具影响的一群。”（CO 129. 287.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

19832，1891：43）

表 4.1 联名要求英女皇废除 J.J. 凯瑟克提案所属机构或独立人士的社会背景

西人社会中署名的机构或独立人士 经济社会背景	数目(家/人)	华人社会署名的机构或独立人士 经济社会背景	数目(家/人)
英资银行	2	社会名人	1
欧资商行	19	买　办	5
独立商人	9	助理买办	1
公众公司代理行	9	会计文员	9
欧资或波斯经纪行	31	鸦片代理行	14
欧资汇票及船务经纪行	6	鸦片店主	1
经纪行内的文员及职员	22	苦力劳工	2
不知名及其他职业人士	17		
合计	115	合计	33

资料来源：CO 129.287.19832，1891

对于抗议人士的身份，社会大众也颇感兴趣。庇理罗士这样形容：

> 签署者多为既得利益者，当中大部分更属股票经纪和在他们公司工作的人……他们形成了一个投机阶级(the speculating class of residents)。他们的签署多因友情关系或与其所属工作单位有关……(CO 129.287.19832，1891：47－48)

至于当时的报章，虽然没有指名道姓地说出抗议人士是谁，但对他们只顾一己私利的做法，则有颇多批评(*The Daily Press*，4 September 1891)。

就抗议人士指非官守议员中的遮打、赖里和何启等均不同意立法的说法，庇理罗士和 J.J. 凯瑟克均异口同声地作出批驳。两人一致地指出不论是何启或赖里，都没有表明他们反对立法，他们只是就草案中某些细节提出修订而已，这是法例审读过程中经常出现的事情。更为重要的是，无论是在二读或三读，何、赖二人均投下了赞成票，这是不容扭曲、不能否定的事实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

因此,抗议者指"非官守议员实际并不同意立法"的指控,纯属狡辩,与事实不符。不过,无论是庇利罗士还是J.J.凯瑟克,二人均只字没有提到遮打,显示他们对遮打刻意避开立法局所有讨论的处事手法,颇有微言(CO 129.287.19832, 1891)。

至于抗议人士指出香港总商会曾经通过决议反对立法的指控,庇理罗士和J.J.凯瑟克均认为紧急会议召开时,出席的大多是股票经纪,其他行业的会员,则很少出席,因此,该次会议的代表性相当薄弱,也作不得准。由于股票经纪集体出席,大会才会通过反对J.J.凯瑟克草案的决议。庇理罗士进一步说:"如将经纪们删除在反对名单之列,我们则可清楚地看到大多数人是支持J.J.凯瑟克草案的。"(CO 129.287.19832, 1891: 48)

针对抗议人士指新法例要求买卖双方在合约内填上姓名和数码的做法破坏自由交易的程序及增加商人成本,庇理罗士也有作出回应。他指出在买东西之前,双方没可能对所要交易的东西不事先进行检验。

> 据我所知,不论是在英国、美国或中国,没有一个地方的货物——举凡棉花、轮船、生铁或杂货等——在出售前是未经双方验定和证明的(identification and qualification)……这是难以想像的,也不符合交易常理。(CO 129.287.19832, 1891: 49-51)

换言之,在买卖股票时查明并填上姓名和数码等资料,是一件十分合理的要求,业界不应无理反对。

除了逐点批驳抗议人士的论点外,庇理罗士和J.J.凯瑟克还特别就香港股票市场所面对的困境,提出进一步的分析。举例说,庇理罗士在信函中便举出一个假设性交易,说明新法例能更有效地约束不法行为,保障真正投资者的利益。他说:

> 假如我知道香港上海银行经营出现严重亏损,我会马上通知我的经纪,将我手头上的香港上海银行股票卖掉。由于经纪知道我在社会上的地位,并相信我的做法必定事出有因,因此,假若他同时也将自己的股票卖掉,并将最先以较好价格卖出的股票,当成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是他自己的，到最后以较低价格出售的股票，则会当作是我的股票。在新草案通过后，经纪显然不能这样做，他不能以同样手法出售仍不存在的股票，而我作为股票真正持有人的利益，则会受到更大的保障。换言之，草案可以免除那些欠缺道德操守的人面对利益引诱，使他们变得诚实一些。（CO 129. 287. 19832，1891：48－49）

其次，庇理罗士又认为股票买卖后要等两个星期以上才送货的做法，很容易遭个别股票经纪和大资本家操控，并不符合经济力量较小的香港殖民地。

现时的股票市场确实是被人为地操纵了，股价才会大幅贬值。香港的巨型财团数目不多，其财政实力只由众多中小型企业所组成，因而很容易出现少数人操控股价的情况。（CO 129. 287. 19832，1891：51）

至于J. J. 凯瑟克则从另一角度指出送货太长所产生的危险和隐忧。他这样说：

这里（香港）的运作是，股票买卖要等到3、4、5甚至6个月后才能送抵客户手上，这种习以为常的方法，必然会鼓励投机者不停抛空买卖。若如出现银行挤提风潮，社会将会陷于危险的境地。若事情真的发生了，其巨大的冲击，将会是我们预料之外的。华人是很容易受惊的，若如他们的信心遭到动摇，我们将很难再将之修补、恢复。（CO 129. 287. 19832，1891：64）

事实上，目光锐利的J. J. 凯瑟克不但注意到股票市场与银行体系之间唇齿相依，也观察到华人对股票市场的信心已经有所动摇。如果政府不及时拿出有效措施，扭转当前局面，稳定金融体系，并恢复公众投资者的信心，社会将无可避免地会“陷于危险境地”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

除了庇理罗士和J.J.凯瑟克的信函外，白加还附上一些剪报资料，借以说明香港大小报章都支持J.J.凯瑟克法案。其中一则来自《孖剌西报》的报道指有股票经纪正四处游说他人签署抗议书，反对政府刚通过的抑制股票炒卖法案。该报认为股票市场内所出现的严重炒卖和赌博行为，已彰彰明甚，有良知的社会人士，实不应受个别股票经纪的迷惑，签上名字，遭人利用(*The Daily Press*, 4 August 1891)。

另一则来自《中国邮报》的文章，更对抗议人士一直以“自由贸易”作为挡箭牌而漠视股票市场混乱不堪的做法，提出十分严厉的批评：

> 抗议人士认为在一个高举自由市场旗帜的社会，政府不应干预，而是应该让“牛”(bulls，看好股市的人)和“熊”(bears，看淡股市的人)按他们各自的意愿行事。他们并相信“牛”、“熊”之间的自然行为，可以相互对冲、中和(neutralize each others)……这无异于说让甲抢劫乙的资产，或乙强占甲的财物，然后说他们之间变得平均了……这样的一个财产相互调配过程，实不合理。如若让这种所谓自由的机制(或说法)运作下去，将会加速文明社会的解体。(*The China Mail*, 13 August 1891)

大约1个月后，署理港督白加再补寄两则香港的剪报给诺士佛，进一步转述社会大众，尤其新闻传媒的观点(CO 129.295.20114)。第一则来自《中国邮报》，该报指出：

> ……我们相信，反对者是注定失败的。股票市场被那些欠缺原则的人操控的情况，已彰彰明甚，(政府)拿出措施抑制这些丑陋行为是应该的，也是有确实需要的……(*The China Mail*, 3 September 1891)

第二则来自《孖剌西报》。该报将抗议人士的论点归纳为三大点，它们分别是：(一) 法案干预股票买卖的自由；(二) 法案给股票买卖制造麻烦；及(三) 法案给继后的交易造成不便。该报认为这三个论点的论据，既牵强又

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

薄弱，很难得到社会大众的支持（*The Daily Press*, 4 September 1891）。事实上，从当时大小报章的评论中，我们可以看到股票经纪只顾本身利益，漠视股票市场大有人操纵赌博的做法，明显不能赢得全体西人社会的支持。

对于抗议人士的怨恨和不满，殖民地部认为草案由香港的立法机关按正当程序通过，有不容挑战的合法性。不过，考虑到抗议人士对新法例存有很大忧虑，诺士佛的决定是先让法案试行 1 年，到 1892 年 9 月再作检讨，看看法案是否真的可以在不损害正当股票买卖的情况下，有效地抑制赌博活动。由于诺士佛既不完全拒绝抗议人士的请求，亦没伤害港英政府的权威，并且给双方一个台阶下，令彼此均颇为满意，而事件也因此而暂告一段落（CO 129.279.21226，1891）。

结　　语

19 世纪 80 年代初的地产泡沫为什么没有引起港英政府立法的行动，而 80 年代末的股票市场风暴则驱使它立法限制投资者行为呢？这是值得深思和研究的问题。较为直接的解释是地产泡沫没有冲击金融系统，而股票风暴则大大地影响了银行的稳定性。也即是说，如果事件只集中于股票市场，港府尚且可高举自由市场的信条而置身事外，但是，如果事件最终连累到金融体系，则可大可小，港府因此也不敢坐视不理。

其次，从性质上看，两者的买卖活动也有所不同。地产市场只出现炒卖，原则上不牵涉赌博。但是，股票风暴则不同，它除了有炒卖的情况外，还有很大的不正当性和赌博性。简单地说，土地和楼宇买卖的手续，有较清晰的规范，买方在购入物业前必须支付订金，并协议在一至两个月内完成所有交收手续，而炒卖活动往往便只能在那短短的一两个月内出现而已。但是，股票买卖则不同，由于交易完全由经纪负责，加上交收期（俗称“送货期”）可以延长到 3 至 6 个月，股票经纪便可在这个只签下买卖协议但仍没完成交收手续的过程中，大肆炒卖、兴风作浪。由于合约上只说明以什么价格、数量，买入什么股票一类资料，经纪可以在“无中生有”的情况下制造虚假交易，推

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

高(低)股价,从中攫取利益。这是公众投资者觉得股票经纪正在利用股票买卖手续较为宽松的法律漏洞,进行赌博的原因所在,也是政府不能让风气继续蔓延的最大理由。

以上的解释虽有其道理,但却不能完全回答整个问题。若从华商、西商与政府三者间相互角力拉拢的层面上看,我们或者可以较为深入地了解到事件的真相。在地产泡沫事件中,主导大局并攫取利益的全是西商,他们形成了一个统一而强大的政治力量,左右香港以至伦敦政府的政策,华商则人微言轻,完全处于劣势,因此,政府自然不会为着保护他们的利益而施以援手了。但是,在股票风暴中,由于进行买卖投资的多为西商,而参与炒卖赌博的股票经纪也全是西商,因此,获利与亏损的也大都是西商。也即是说,西商之间已明显地出现了利益冲突和内部分裂。亏损的一方推动并支持立法,得益的一方则抗议并阻挠立法,两方互相攻讦、对抗,至于华商则变成两派拉拢的其中一个对象,对大局没有多大影响。由于华商只能站在权力斗争核心的外围,他们也只好抱着隔岸观火般的心情,静待其变了。

两派西商相互争斗的结果,明显是推动立法、抑压股票炒卖的一方赢了。虽然诺士佛曾经答允抗议立法的西商在法案实施1年后加以检讨,但那只属口是心非的门面话。事实上,自J. J. 凯瑟克法案推行1年后,港府在1892年致殖民地部的公函上,便十分肯定地说:“在没有阻碍正当生意(legitimate business)的情况下,它(法案)已有效地抑制了股票的赌博行为。”(CO 129. 279. 21226, 1892: 193)换言之,在股票风暴中攫取利益而反对立法的一群,最后还是大败告终。

香港政府这次以建制性手段抑制股票投资活动的做法,不但立竿见影地刹停了股票市场内赌博炒卖的不良风气,还让它变成其他英国统治地(和势力范围)的典范。除了上文提到的孟买政府紧跟其后修紧股票买卖手续外,中国英租界(势力范围)也在1915年通过相类似的法律,打击股票赌博炒卖活动(CO 129. 416. 12923, 1914; CO 129. 416. 13039, 1915)。

事实上,当英国政府计划在中国大陆的英国势力范围内也进行立法,以抑制股票赌博时,英国外交部(Foreign Office)曾经多次致函港府,咨询相关立法的经验和意见,而香港公司注册署署长(Registrar of Companies)聂士伯(H. A. Nisbet)的报告和港督梅轩利(F. H. May)的复函,恰好印证了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

J.J.凯瑟克法案的效能。在聂士伯的报告中,他这样写:“该法例使经纪们在接受客户买卖时更加小心,而客户在选择经纪时也格外留神。法案并没有使公司股价出现灾难性(hazardous)甚至大规模而非理性地上涨或下跌的情况。”(CO 129.416.12923, 1914: 300)

至于梅轩利在1914年6月16日致英国外交部官员夏国(L. Harcourt)的信函中,同样扼要精简地说出了J.J.凯瑟克法案的作用。他说:

> 在实行上,我们并没有发现法案有引致股价出现不适当飙升的情况……我认为没有任何法律可以完全避免投资者在受到引诱的情况下购入已被刻意抬价的股票,但是,现行的法律已能充分地抑制他们(投机者)的买卖行为了。(CO 129.416.25197, 1914: 382)

正是因为法案成效卓著,英国外交部最后才决定在中国的英国势力范围内通过《1915年公司(股票售卖)法规》[*The Companies (Sale of Shares) Regulations, 1915*],规管股票投资活动(CO 129.416.13930, 1915)。从这个角度上看,我们发现J.J.凯瑟克法案不但对香港股票市场的发展举足轻重,对其他地区股票市场的运作,同样影响深远。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第五章

协会兴替与市场蜕变

1891年前，香港股票业并没有同业公会一类专为争取业界利益、约束同业行为的自发性公会组织。虽然有人曾经在1872年筹组经纪会，但却不知为何而胎死腹中。由于港府一直坚持自由贸易的原则，对股票买卖以及相关行业，也没有什么规管。据包里尔和蔡格的描述，在1891年前，任何有兴趣经营股票买卖的人，只要按一般公司成立的程序向政府登记，即可营业（Barrie & Tricker，1991）。可是，由于行业的门槛不高，而政府又没有严格规管，加上经纪的素质良莠不齐，行业内并没统一的规范、沟通和组织标准。有些股票经纪便乘着法律漏洞所产生的空子，在股票市场中兴风作浪，并视股票市场如赌场般大肆炒作，结果引来股市大风暴。

风暴发生之初，社会上要求政府以建制性手段抑压股票市场不良行为的呼声自然高唱入云，而《1891年第5条法案》的推出，可谓是顺应民意的反应。不过，若要真正抑压赌博行为，并彻底扭转业界不良行为，单靠法律规范，则明显不够。事实上，部分较具慧眼的业界中人，也明白到如果股票经纪们不自我约束，并提升从业员的素质和操守，行业的长远发展，将难免受到打击。由是之故，以遮打

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为首的一些活跃人士，乃倡议成立股票经纪协会，一方面希望以同业公会形式规范同业间经营的手法，另一方面则藉集体力量，增强本身的政治影响力(汤开建、萧国健、陈佳荣，1998)。

香港股票经纪会(The Stockbrokers' Association of Hong Kong)是19世纪末股市风暴后成立的，该会创立的背景、会章沿革和会务发展等，对香港的金融体制和股市运作均有深远影响。以下让我们先谈谈该会创立的过程和会员背景，之后，再深入一点分析不同公会的兴替和整体股票市场的发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

首家股票经纪会的创立过程和会员背景

简单地说,股票经纪会的创立,可说是“被逼出来的”。当J. J. 凯瑟克在1890年7月21日的立法局上提出草案要求收紧股票买卖手续后,股票经纪们便因担忧生意受到打击而群起反对。为了集合力量与政府抗争,阻挠立法,某些较为活跃又较有影响力的经纪便走在一起,商讨对策。这种做法,直接促成香港股票经纪会的成立。也即是说,虽然早在1889年年中业界已有声音呼吁成立协会,但一直只属旱天之雷。到J. J. 凯瑟克草案出台后,业界才因害怕利益受削弱而急急成立公会,正式踏上以同业协会(俗称交易所)的会所形式制约及规管投资行为的时代。

既然有人倡议成立同业公会,那么到底那些人是谁呢?他们又有何背景呢?在包里尔和蔡格的著作中,我们查到第一批登记为香港股票经纪会成员的名单。从这个名单中,我们再在 *The Hongkong Directory and Hong List for the Far East* (1891 - 1893)和 *The Directory and Chronicle for China, Japan, Corea, &c* (1914 - 1941)等一系列书刊中,找出相关经纪行及其合伙人的资料。之后,我们再从当时的公司年报、商业名录和报章通讯等刊物中,抽丝剥茧地找寻出与他们相关的职务和身份,进而了解他们的人际网络和社会背景。

据包里尔和蔡格的引述,当时有份签署 Memorandum and Articles of Association 的经纪,总共有21位,他们分别为:遮打华尔浓经纪行(Chater & Vernon, Share & General Broker)的华尔浓(J. Y. V. Vernon)、文道尔经纪行(Mendal Share Broker)的文道尔(L. Mendel)、里格经纪行(Legge Share Broker)的里格(W. Legge)、雷恩经纪行(Ray Share, Ship & General Broker)的雷恩(F. C. Ray)、戈砵夫经纪行(Gore-Booth Share & General Broker)的戈砵夫(E. H. Gore-Booth)、罗斯经纪行(Rose Share Broker)的罗斯(T. I. Rose)、高崇经纪行(Coxon E. & S. Share & General Broker)的S. W. 高崇(S. W. Coxon)、林特经纪行(Lind Share & General Broker)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的林特(A. Lind)、砵士巴夫经纪行(Potts & Barff, Share & General Broker)的 G. H. 砵士(G. H. Potts)、晏柱经纪行(Andrew Share & General Broker)的晏柱(J. Andrew)、贾斯却经纪行(Gaskell General Broker)的贾斯却(W. H. Gaskell)、黎德活史葛经纪行(Lightwood & Scott, Share & General Broker)的黎德活(H. H. Lightwood)、罗沙兄弟经纪行(Roza Brothers General Broker)的 J. F. C. 罗沙(J. F. C. da Roza)、高恒经纪行(Cohen Bill, Bullion & General Broker)的高恒(A. S. Cohen)、沈臣经纪行(Sampson H. & J. Share Broker)的沈臣(J. A. Sampson)、米高尔经纪行(Michael Share & General Broker)的米高尔(J. R. Michael)、曹杰夫经纪行(Joseph Bill, Bullion & General Broker)的 S. A. 曹杰夫(S. A. Joseph)、丹比经纪行(Danby Share & General Broker)的丹比(S. I. Danby)、杜格吉伯尔经纪行(Toeg & Gubbay, Share & General Broker)的 R. A. 吉伯尔(R. A. Gubbay)、依士高曹杰夫经纪行(Ezekiel & Joseph, Share & General Broker)的 E. H. 曹杰夫(E. H. Joseph)和林奇罗格经纪行(Lamke & Rogge, Share, Ship & General Broker)的罗格(C. H. Rogge)等人(表 5.1)。

表 5.1 签署成立香港股票经纪会的成员名称及背景资料

署名成员	所属经纪行	其他合伙人或成员
华尔浓	遮打华尔浓经纪行	佐敦(P. Jordon),高老特(M. Grote)
文道尔	文道尔经纪行	—
里格	里格经纪行	—
雷恩	雷恩经纪行	夏华德(S. W. Hayward)
戈砵夫	戈砵夫经纪行	—
罗斯	罗斯经纪行	—
S. W. 高祟	高祟经纪行	E. J. 高祟(E. J. Coxon),华立斯(W. H. Wallace)
林特	林特经纪行	—
G. H. 砵士	砵士巴夫经纪行	巴夫(C. S. Barff)
晏柱	晏柱经纪行	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续　表）

署名成员	所属经纪行	其他合伙人或成员
贾斯却	贾斯却经纪行	—
黎德活	黎德活史葛经纪行	史葛（G. D. Scott）
J. F. C. 罗沙	罗沙兄弟经纪行	M. M. 罗沙（M. M. da Roza），D. 罗沙（D. da Roza）
高恒	高恒经纪行	—
J. A. 沈臣	沈臣经纪行	J. W. 沈臣（J. W. Sampson）
米高尔	米高尔经纪行	—
S. A. 曹杰夫	曹杰夫经纪行	—
丹比	丹比经纪行	麦里安（W. P. McLean），Y. A. 吉伯尔（Y. A. Gubbay）
R. A. 吉伯尔	杜格吉伯尔经纪行	杜格（R. E. Toeg）
E. H. 曹杰夫	依士高曹杰夫经纪行	依士高（N. D. Ezekiel），李维（S. E. Levy）
罗格	林奇罗格经纪行	林奇（J. Lamke）

资料来源：Barrie & Tricker，1991；*The Hongkong Directory and Hong List for the Far East*，1891－1982

从不同资料中，我们发现很多创会经纪均一身兼数职，事务繁忙。举例说，身为遮打华尔浓经纪行合伙人的华尔浓，便是中华保险的董事和香港俱乐部的执行委员（committee member）。至于罗沙兄弟经纪行的 J. F. C. 罗沙，他除了身兼香港黄埔船坞、香港大酒店、彭湛采矿和德忌笠气船等 4 家公司的董事职务外，更是葡萄牙会（Club Lusitano）的执行委员。曹杰夫经纪行的 S. A. 曹杰夫，他是香港麻缆厂、彭湛采矿、中华婆罗洲种植的董事。里格经纪行的里格，职务同样不少，他是中华保险、香港麻缆厂、吕宋糖厂的董事。另一身份多多的是林特经纪行的林特，他既是中华保险的董事，又是香港俱乐部的执行委员、香港总商会的会董和太平绅士评审委员会的成员。其他的如米高尔、G. H. 砵士、黎德活、沈臣和罗斯等等，同样身份多多、名衔一大叠。事实上，从这些经纪复杂的人脉关系和社会背景中，我们可以粗略看到他们在商界的巨大影响力，难怪他们能够主导香港总商会的决策，并左右政府的立法了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股票经纪会的规章与制度沿革

自经纪会成立后，很多交易程序都变得制度化和规范化了。举例说，交易时间、经纪佣金、结算时限、交收手续以至股价报道等，都明显较为统一，至于行业内的管理和运作，也变得较为公开透明。这些改革措施，对恢复公众投资者的信心和稳定金融体制，均有正面的作用。

据陈向元引述，香港股票经纪会的创立虽然较欧美股票市场相类似的商会晚近一个世纪，但其制度和规则，则因有例可循而发展得毫不逊色。举例说，在经纪会的会章中，便清楚地注明该会创立的性质、业务范围和会员权责等事项，让会员和公众投资者有所根据。

> ……经纪会之组织，悉采用会员组织制，在香港设立者，其特性约有左(下)列四端：
>
> (甲) 惟会员及享特许之经纪人，得在会中作一切买卖之行为。
>
> (乙) 交易上之一切责任，概由买卖双方自行担负，遇有损害，会中绝对不负一切赔偿之责。
>
> (丙) 经纪会一切费用，由会员出资分担之。
>
> (丁) 经纪会不得以营利之目的征收佣金。(陈向元，1932：98)

正因为该会严格规定“惟会员及享特许之经纪人，得在会中作一切买卖之行为”，圈子内的成员自然因获厚利而笑逐颜开，“故业此者，转手之间，无不获巨利”(陈向元，1932：99)。但是，对于那些“非吾族类”而被排拒在圈子之外的经纪而言，则难免会有矛盾和不满，这也是日后其他经纪另起炉灶、成立相类似公会的原因所在。至于股票经纪业也立即由原本人人皆可登记执业、行业生机勃勃的景象摇身一变成为只由少撮人士所垄断的封闭性行业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

……入会之手续，以董事会全体通过为有效。董事五人至七人，但一人投黑子(反对票)时，即不得通过。退会随时皆可，惟不退入会费，但如介绍新会员为代替，向其索回入会费，则为习惯所许可。(陈向元，1932：98)

除了阐述经纪会的性质、业务范围和挑选会员的情况外，陈向元在文章中还特别介绍了该会的创会宗旨、会员资格和会员限额等资料，这对研究早期香港股票经纪会的组织和股票市场的发展有很大帮助。陈氏这样介绍：

……至于其(经纪会)章程，普通的有左(下)列数点：

(甲) 宗旨：

(一) 管理本会员营业的方法。

(二) 保障本会员之利益。

(三) 严防本会员营业上之不法行为。

(四) 传布本会的公平价格。

(五) 调停本会内外纠纷。

(乙) 会员人数：以 24 名为额。

(丙) 会员资格：

(一) 21 岁以上。

(二) 英籍。

(三) 在港居住 10 年以上。

(丁) 会费：年费 200 元，入会费为 1 500 元。(陈向元，1932：98)

自香港股票经纪会成立后，会员每日(工作日)均会在位于雪厂街 10A 号的会所内聚集，更分别在早上 10 时整及下午 2 时 30 分就各股票公开提出客户的买卖价，若双方认为适合，便可安排成交。有了这个市场交易信息，会员便可四出寻找新客户，促成其他交易，而每只股票的成交价格，则会由会员整理后，刊登于翌日的报纸上，让公众投资者参考。

作为一种“货品”，经纪在买卖股票时当然会向买卖双方收取佣金。为了杜绝会员滥收费用，经纪会特别将征收佣金的比率公开。按该会的规定，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经纪佣金采用梯级递减方式计算。举例说,若交易额在4元或以下,佣金为0.025元;若交易额为5元至100元,佣金为0.05元至0.35元;若交易额为101元至1 000元,佣金则为0.5元至4元(表5.2)。

表5.2 20世纪初香港股票经纪会订定的股票买卖佣金

交易额	佣金	交易额	佣金
超过1 000元	5元	101~150元	0.5元
801~1 000元	4元	61~100元	0.35元
601~800元	3元	36~60元	0.25元
401~600元	2元	21~35元	0.2元
301~400元	1.5元	76~20元	0.1元
201~300元	1元	5~75元	0.05元
151~200元	0.75元	4元或以下	0.025元

资料来源:陈向元,1932:122;*The Directory and Chronicle for China, Japan, Corea & c*, 1914-1941

在进行交易时,买卖双方除了各自需要支付经纪佣金外,还要支付厘印费(stamp duty)。按政府规定,每项股票交易均需向政府登记,方为有效,而政府则会在登记时向买卖双方征收费用。厘印费的计算同样采用梯级递减的方法。例如首1 000元内收1元;1 001元至10 000元收3元,10 001至20 000元收5元,50 000元以上则一律收10元等(表5.3)。

表5.3 20世纪初政府征收股票买卖的厘印费

交易总额	厘印费	交易总额	厘印费
50 000元以上	10元	1 001~10 000元	3元
20 001~50 000元	7.5元	1~1 000元	1元
10 001~20 000元	5元		

资料来源:陈向元,1932:122;*The Directory and Chronicle for China, Japan, Corea & c*, 1914-1941

除了征收佣金的数额有所规限外,协会对会员的财政实力和个人诚信等,均有严格的要求。有资深投资界人士回忆说:

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

> 首先要在汇丰开设户口，那时在汇丰或渣打银行开户非常难，必须有特别的推荐人和财政上的实力。要成为股票交易所（前身即是股票经纪会）会员，除了需开设银行户口以外，还必须有财力，亦要有良好的信誉。那时交易所会员人数只有二三十人。（SMACC/OH，1996 & 1997）

由于经纪会对会员的资历、财力、交易守则和个人诚信等均要求严格，一些“背景欠佳、实力较弱”的经纪自然不得其门而入，而过度投机和赌博的行为也明显地受到抑制。由是之故，包里尔和蔡格对经纪会的创立也有颇为正面的评论，他们这样说：

> 在维护市场秩序的前提下，新商会的成员同意接纳一套共同遵守的规则，所有交易只限会员之间进行。在这个方法的指引下，经纪与经纪之间，都有共识，并认同所有交易均会尽力完成，至于投资者则可与任何商会成员进行交易。（Barrie & Tricker，1991：24）

不过，从较宏观的角度上看，我们认为经纪会的创立虽然能令会员有法可依、有规可循，对公众投资者也较有保障，但其抗拒新会员加入——尤其非英籍人士——的做法，却明显带有强烈的种族歧视和特权垄断色彩，使经营股票买卖变成独市生意，损害了香港自由贸易的形象。事实上，这个垄断局面也间接解释了当20世纪五六十年代香港经济起飞时，股票市场却停滞不前，完全失去了它作为筹集资金、支持经济发展功能的原因所在。

股票经纪会的演变与兴替

踏入20世纪，香港的股票市场以至经纪协会等均出现很大的变迁。首先是香港股票经纪会的蜕变。经历十多年的整固和发展后，在1914年2月21日香港股票经纪会15周年纪念前夕，身为华尔浓史密夫经纪行（Vernon

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

& Smyth, Shares & General Brokers)合伙人兼香港股票经纪会主席的史密夫(F. Smyth)宣布更改商会名称为香港股份总会(Hong Kong Stock Exchange),借以提升经纪会的知名度和认受性,而会所则仍旧设于中环雪厂街10A号的交易所大楼内。

其次是香港股份总会会员身份的转变。从该会的会员名录上看,到了20世纪20年代末,原本的创会会员已离去的离去、逝世的逝世,名单已面目全非了。举例说,20年代末的会员分别有:巴格林经纪行(Bagram Share & General Broker)的巴格林(J. T. Bagram)、班杰文砵士经纪行(Benjamin & Potts, Share & General Brokers)的P. C. 砵士(P. C. Potts)、J. Y. H. 砵士(J. Y. H. Potts)和柏士唐治(R. Pestonji)、加罗经纪行(Cairo Share & General Broker)的加罗(M. Cairo)、曹宝民行(Choa Po Man & Co.)的曹宝民(Choa Po Man)、球槎行(Croucher & Co.)的球槎(N. V. A. Croucher)、依利士耶加经纪行(Ellis & Edgar, Share & General Brokers)的F. M. 依利士(F. M. Ellis)、A. S. 耶加(A. J. Edgar)、米杜顿史密(J. Middleton-Smith)、依利士行(Ellis & Co.)的H. 依利士(H. Ellis)、曹杰夫行(Joseph & Co.)的H. B. 曹杰夫(H. B. Joseph)、高行(Kew & Co.)的F. H. 高(F. H. Kew)和W. H. 蔡(W. H. Choy)、李兆鹏行(Li Shiu Pang & Co.)的李兆鹏(Li Shiu Pang)、列提顿行(Litton & Co.)的列提顿(J. L. Litton)、罗行(Lo & Co.)的Y. M. 罗(Y. M. Lo)、卢谷行(Lowcock & Co.)的卢谷(H. Lowcock)、莫臣泰罗经纪行(Moxon & Taylor, Share & General Brokers)的尼森(A. Nissim)、砵士行(Potts & Co.)的A. H. 砵士(A. H. Potts)、施裕民经纪行(Zimmern Share & General Brokers)的A. 施裕民(A. Zimmern)、萧华经纪行(Silva Share & General Broker)的P. M. N. 萧华(P. M. N. da Silva)、戴斯达亚伯翰经纪行(Tester & Abraham, Share & General Brokers)的戴斯达(P. Tester)和亚伯翰(E. Abraham)、威尔行(Weill & Co.)的威尔(L. Weill)和白利尔(W. G. Pirie)等(表5.4)。

其三是华人经纪渐多。19世纪90年代初,华人在股票上有投资的比率本已不多,专职参与股票买卖并担当经纪人角色的,更是凤毛麟角、少之又少,股票行业可说是欧美、犹太和波斯商人的天下(Barrie & Tricker, 1991)。从20世纪起,随着华人社会的不停壮大和华人财富的日见丰厚,华

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 5.4　20 世纪 20 年代末香港股份总会会员名称及所属经纪行资料

成员名称	所属经纪行	其他合伙人或成员
巴格林	巴格林经纪行	撒迪(E. Sadick)，K. C. 刘(K. C. Lau)
P. C. 砵士，J. Y. 砵士，柏士唐治	班杰文砵士经纪行	蔺道(B. C. Randall)，华勒(P. A. Waller)，高殊(C. Garch)
加罗	加罗经纪行	—
周宝民	周宝民行	—
球槎	球槎行	—
F. M. 依利士，J. S 耶加，米杜顿史密	依利士耶加经纪行	J. J. 耶加(J. J. Edgar)，S. E. 耶加(S. E Edgar)，劳杰斯(L. A. de Rodrigues)，奥马(R. M. Omar)，贝察(H. C. Becher)
H. 依利士	依利士行	—
H. B. 曹杰夫	曹杰夫行	—
F. W. 高，W. H. 蔡	高行	富高崇(L. Ferguson)
李兆鹏	李兆鹏行	—
列提顿	列提顿行	—
Y. M. 罗	罗行	—
卢谷	卢谷行	—
尼森	莫臣泰罗经纪行	—
A. H. 砵士	砵士行	史帝活史密(K. Stuart-Smith)
A. 施裕民	施裕民行	施玉茔(F. R. Zimmern)，简泽朋(Kan Chak Pan)，简泽恒(Kan Chak Hang)
P. M. N. 萧华	萧华经纪行	J. M. N. 萧华(J. M. N. da Silva)，C. N. 萧华(C. N. da Silva)
戴斯达，亚伯翰	戴斯达亚伯翰经纪行	—
威尔	威尔行	—

资料来源：*The Directory and Chronicle for China, Japan, Corea & c*, 1914 - 1929

人投身于股票买卖以至担任经纪职业的比率，也迅速增加了。香港总会、香港股票经纪协会和香港股票及物业经纪社等团体，便出现了很多华人会员，其中又以苏佩绍及苏佩赞兄弟、杨有、萧贯之和罗建辉等，最为著名，也在行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

内享有颇高的声誉。

其四是香港股份总会垄断局面被打破。距首家股票经纪会成立的 30 年后，香港终于出现第二家相类似的经纪协会，结束了香港股份总会垄断的局面。该名为香港股票经纪协会（Hong Kong Sharebrokers, Association）的新会所，成立于 1921 年 10 月 1 日，创办人是嘉劳兄弟经纪行（Carroll Bros. Share & General Brokers）的 A. H. 嘉劳（A. H. Carroll）和兄弟 W. J. 嘉劳（W. J. Carroll），至于会员则大多是被香港总会排挤的经纪，其中华人更占了一个颇大的比例。该会的会址设在中环雪厂街 10 号，即香港股份总会的毗邻。

与香港股份总会相比，香港股票经纪协会的成员明显没有那么“显赫”，他们的成员除了嘉劳兄弟外，还有高宝森行（Grose & Co.）的高宝森（J. F. Grose）、基利华经纪行（Greaves Share & General Broker）的基利华（A. P. Greaves）、萧贯之经纪行（Seu Kon Chi Share & General Broker）的萧贯之（Seu Kon Chi）、苏佩绍经纪行（Soo Pui Shao & Co.）的苏佩绍（Soo Pui Shao）、苏佩赞经纪行（Soo Pui Chen & Co.）的苏佩赞（Soo Pui Chen）、劳佩思经纪行（Lopes Share & General Broker）的劳佩思（A. A. Lopes）、刘德甫经纪行（Lau Tak Po & Co.）的刘德甫（Lau Tak Po）、罗建辉行（Lo Kin Fai & Co.）的罗建辉（Lo Kin Fai）、夏利文行（Harriman & Co.）的夏利文（G. A. Harriman）和连文义（Ling Man I）、陈一峰经纪行（Chan Yat Fung & Co.）的陈一峰（Chan Yat Fung）、杨有行（Yeung Yau & Co.）的杨有（Yeung Yau）、贺华德经行（S. Howard & Co.）的贺华德（S. Howard）、雷杰经纪行（Rickett Share & General Broker）的雷杰（C. A. L. Rickett）、唐富森经纪行（Tong Fu Sam & Co.）的唐富森（Tong Fu Sam）、包德路代理行（Botelho General Merchants & Agents）的 A. A. R. 包德路（A. A. R. Botelho）、萧华罗拉思高经纪行（Silva & Nolasco, Share & General Brokers）的萧华（F. L. da Silva）、莫泰奇汇兑经纪行（Montargis Exchange & Bullion Broker）的莫泰奇（M. J. Montargis）、浦利迪经纪行（M. E. Politi & Co.）的浦利迪（M. E. Politi）、戴思达金汇经纪行（Dastur Bill, Bullion & General Broker）的戴思达（R. A. Dastur）、伊斯蔑经纪行（Esmail Stock & Share Broker）的 A. R. 伊斯蔑（A. R. Esmail）和巴拉奇经纪行（Blake Share & General Broker）的巴拉奇（C. C. Blake）等（表 5.5）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 5.5　20 世纪初香港股票经纪协会成员名称及背景资料

成员名称	所属经纪行	其他合伙人或成员
A. H. 嘉劳，W. J. 嘉劳	嘉劳兄弟经纪行	R. A. 劳加，宾臣(O. R. Benson)，宝格(S. Berg)，李澳那特(N. L. Leonard)，金马伦(P. W. G. Cameron)
高宝森	高宝森经纪行	何球夫(F. S. Holcroft)，林树谦(Lam Shuk Him)，卢建平(Lo Kin Ping)
基利华	基利华经纪行	—
萧贯之	萧贯之经纪行	—
苏佩绍	苏佩绍经纪行	—
苏佩赞	苏佩赞经纪行	—
劳佩斯	劳佩斯经纪行	—
刘德甫	刘德甫经纪行	—
罗建辉	罗建辉经纪行	—
夏利文，连文义	夏利文经纪行	马素尔(F. Marshall)
陈一峰	陈一峰经纪行	—
杨　有	杨有行	邓杰伟(Tang Kit Wai)，何启义(Ho Kai Yee)，徐成宝(Tsui Sing Po)，邓旭伟(Tang Yuk Wai)
贺华德	贺华德经纪行	—
雷　杰	雷杰经纪行	—
唐富森	唐富森经纪行	—
A. A. R. 包德路	包德路经纪行	P. V. 包德路，A. G. 包德路，罗沙里澳(D. A. Rozario)，蒙地路(F. X. Monteiro)，孔西高(J. M. Conceicao)，萧华(R. A. da Silva)
F. L. 萧华	萧华罗拉思高经纪行	罗拉思高(D. A. Nolasco)
莫泰奇	莫泰奇经纪行	—
浦利迪	浦利迪经纪行	—
戴思达	戴思达经纪行	—
A. R. 伊斯蔑	伊斯蔑	B. H. 伊斯蔑(B. H. Esmail)，纪嘉宝(A. H. Kikabhoy)
巴拉奇	巴拉奇经纪行	—

资料来源：*The Directory and Chronicle for China, Japan, Corea & c*, 1914－1929.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

到了1924年6月，前香港股份总会成员并胡礼孔恩比经纪行(Wright & Hornby, Share & General Brokers)的胡礼(J. F. Wright)及孔恩比(T. W. Hornby)，因不满该会限制他们的资格而自行创办第三家经纪会——香港股票及物业经纪社(Share & Real Estate Brokers' Society of Hong Kong)，会址则设在中环广东银行(Bank of Canton)大厦的3楼。成员除了胡礼和孔恩比外，还有费南迪思经纪行(Fernandez Share & General Broker)的费南迪思(M. Fernandez)、库斯巴士图行(Cruz, Basto & Co.)的包力图(J. C. Barretto)、艾华士经纪行(H. Alves & Co.)的艾华士(H. Alves)、S. W. 何经纪行(S. W. Ho & Co.)的S. W. 何(S. W. Ho)和陈灿南行(Chan Chan Nam & Co.)的陈灿南(Chan Chan Nam)(表5.6)。

表5.6　20世纪初香港股票及物业经纪社成员名称及背景资料

成员名称	所属经纪行	其他行合伙人或成员
胡礼，孔恩比	胡礼孔恩比经纪行	—
费南迪思	费南迪思经纪行	—
包力图	库斯巴士图行	A. M. 库斯(A. M. Cruz)，J. M. 库斯(J. M. Cruz)，巴士图(J. M. Basto)，施拿(F. de Senna)
艾华士	艾华士经纪行	—
S. W. 何	S. W. 何经纪行	—
陈灿南	陈灿南经纪行	—

资料来源：*The Directory and Chronicle for China, Japan, Corea & c*, 1914－1929

除了上文提到的3家较大型股票经纪会外，当时还有1家较小型而鲜为人知的经纪会——香港汇兑经纪会所(Exchange Brokers' Association of Hong Kong)。该会大约创办于20年代初，实际年份不详，主席是韩确贵金属汇兑经纪行(Hancock A. & S. Bullion & Exchange Brokers)的韩确(R. Hancock)，秘书长则是包维史密汇票兑换经纪行(Bowes-Smith Bill & Exchange Broker)的包维史密(A. M. Bowes-Smith)，会员有16位，大都是外汇经纪，他们除了从事外汇交易外，也有代客买卖股票，会址则设于中环太子大厦(*The Directory & Chronicle for China, Japan, Corea &c*, 1914－1941)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

到了20年代末、30年代初，香港汇兑经纪会所和香港股票及物业经纪社均因会员业务欠佳而先后走上关门大吉的道路。其中香港股票及物业经纪社创办人的胡礼，更透过买入经纪会籍并组成胡礼行(Wright & Co.)而重新加入香港股份总会，至于香港汇兑经纪会所的韩确，则全力投向外汇生意，甚少从事股票交易了(参考第六章)。事实上，20世纪初期，香港股票市场可谓“百花齐放、百家争鸣”，有兴趣从事股票买卖的经纪均趁世纪初香港经济略有起色的契机，与三五同业组成经纪会所，直接与香港股份总会竞争。可惜，受中国和世界局势阴晴无定的影响，股票市场也显得疲不能兴，买卖颇为呆滞，那些实力较弱的股票经纪更被逼先后退出商业舞台。凭着会员们深厚的实力和网络，香港总会一直在行业中扮演着领导地位。自香港股票及物业经纪社和香港汇兑经纪会所关闭后，香港股份总会更远远抛离香港股票经纪协会，主导了香港的股票市场。

遮打与香港股票市场的关系

在讨论香港股票市场的发展过程中，我们有需要谈谈遮打的角色。由于他是香港股票经纪会(即香港股份总会前身)的主要创立人，而坊间又习惯以为香港股票经纪会的成立是香港股票市场制度的起步点，于是遮打便顺理成章地被看作是香港股票市场正规化的奠基人，位尊誉隆。事实上，从上文在1890年至1891年间有关股票买卖方法进行立法的争论过程中，以及后来成立的香港股票经纪会的会员制度中，我们确实可以清楚地看到，遮打对香港股票市场的发展，的确有着举足轻重的影响，值得我们深入一点谈谈。

1846年，遮打在印度加尔各答(Calcutta)一个亚美尼亚(Armenian)公务员家庭中出生。还未满9周岁，已入籍英国的父亲便因病辞世。童年丧父的遮打在母亲独力照顾下，在印度完成中小学教育。1864年，刚满18岁的遮打便毅然离开家乡，只身到港，寻找机会。初时，他在英资的Bank of Hindustan, China & Japan中工作。两年后，遮打辞去银行职务，转入汇票与贵金属买卖的行列，并开设了自己的名字命名的遮打汇票及贵金属经纪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

行(Chater Bill & Bullion Broker),开始了他在股票投资方面的事业。凭着个人的努力和锐利目光,遮打在股票市场上收获丰厚,不出数年便跃升为商业巨子(Who, Who in the Far East, 1906)。

一帆风顺而又长袖善舞的遮打,曾多次向港府提出移山填海的计划,并获得接纳,改变了香港的土地利用、城市规划和经济发展。当股票市场热火朝天之际,他又伙同中外商贾,先后创立(或与人合创)香港电灯、香港置地、香港电车、中华电力、天星小轮及九龙货仓等在香港以至国际商业社会上举足轻重的大企业,个人才干和胆色,广受赞誉。1886 年,刚过不惑之年的他更被港督宝云(G. F. Bowen)委任为立法局非官守议员,接替年老退休的沙宣(F. Sassoon),使他一跃而为政、商界炙手可热、赫赫有名的人物(Hutcheon, 1986; Barrie & Tricker, 1991)。

事实上,名利双收的遮打并没有因此而停下来,相反,他巧妙地运用他政商间的资本和关系,积极参与香港政治、商业和社会活动,进一步拓展个人事业,使财富和社会地位如日中天。由于表现卓著,遮打在 1902 年被英女皇赐封为爵士。4 年后的 1906 年,他更被港督弥敦(M. Nathan) 挑选为行政局议员,攀上了个人事业的最高峰。

1926 年 5 月 26 日,遮打在港岛干德道豪华大宅宝石堂(Marble Hall)的家中逝世,享年 80 岁,家人根据他生前的指示和宗教习俗,在他死后的 12 小时内急忙下葬。在翌日的立法局会议上,当时的港督金文泰(C. Clementi)对遮打的逝世表示惋惜,并列举了他一生的重大建树,例如创立公众公司、推动填海计划和慷慨捐输等作为说明。但是,悼词却只字没有提及他创立香港股票交易会和股票市场上的角色(*Hong Kong Legislative Council*, 1926)。

回到港府在股票买卖立法和香港股票经纪会创立的问题上,当 J. J. 凯瑟克在 1890 年 7 月 21 日在立法局上提出草案审读时,他事先似乎没有向别人透露。由于事出仓促 J. J. 凯瑟克甚至要当时的署理港督暂时取消会议常规(standing order)——任何草案必须在 2 天前向立法局提出才能在会议上提出动议的规定。动议提出时,同属非官守立法局议员的遮打立即表示同意,并自动提出为和议人(*The Daily Press*, 22 July 1890)。

从种种迹象上显示,遮打最初和议 J. J. 凯瑟克的提议,可能是因为他并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不完全了解草案的内容，甚至没有注意到法案会打击股票炒卖活动。事实上，遮打附和 J. J. 凯瑟克的提案，可能只是出于一时冲动，因他和 J. J. 凯瑟克不但私交甚笃，又是生意上的长期伙伴。后来，当他了解到草案的利害时，则为时已晚了。由于他乃草案和议人，又与 J. J. 凯瑟克关系密切，实在不便公开反对，推翻自己早前的决定。为了避免这个尴尬局面，遮打最终选择避开立法局的相关讨论。由是之故，当草案在立法局上进行二读和三读时，遮打均以“旅居在外(伦敦)”为由，缺席立法局的所有辩论。

虽然遮打在法案辩论过程中一直保持沉默，但是，他暗地里的行动，却清楚地告诉别人他并不支持立法。从香港股票经纪会代表与部分英商们致英国殖民地部的抗议信中，我们更加可以清晰地看到遮打反对立法的鲜明态度。信中，香港股票经纪会特别提到作为非官守议员而又是 J. J. 凯瑟克草案和议人遮打，其实并不同意法案。“我们要指出，并不是所有非官守议员均同意本草案的，其中一个便是遮打先生，他在整个草案的讨论过程中，均没有出席”(CO 129. 287. 19832, 1891)。这种“没有出席会议”便等同“不同意”的怪论，正暴露出股票经纪会会员之间，并不认为身为草案和议人的遮打是支持草案的。

事实上，为着维护经纪的利益，遮打不但缺席议会内的所有相关讨论，还亲力亲为地号召所有股票从业员筹组同业商会，一方面可维持本身的利益，另一方面亦可集中力量与港英政府进行抗争，而香港股票经纪会在 1891 年 2 月 3 日的成立，便是在这样的背景下由遮打一手倡议和推动的。在股票市场规范化的过程中，遮打后来的看法虽然有些摇摆，但法案最终没有被推翻，至于由他牵头创立，并担任首届会长的香港股票经纪会，则开股票市场会所制度之先河，并从此垄断了香港的股票市场。

股票市场与经济环境的蜕变

现在让我们回到股票市场与香港经济发展的问题上。19 世纪末至 20 世纪初，中国大陆的局势可谓动荡不安、风雨飘摇。虽然面对内地政局的波

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

谲云诡、阴晴无定，香港的进出口贸易不但没有受到太大打击，反而增长可观，升势更是一浪接一浪。在 1890 年时，香港进出口贸易总额只有 9 771 743 吨，1891 年及 1892 年分别上升至 10 279 043 吨及 10 537 859 吨。1893 年及 1894 年虽然略有回落，但两年皆保持有 10 469 232 吨之数。1895 年起，贸易增长的速度不但没有放缓，反而进一步加快，该年的进出口额为 12 333 396 吨。

1898 年，英国政府强行逼腐败的满清政府“租借”九龙界限街以北的新界土地，大大扩大了香港的管辖区域和经济资源，进一步提升了香港的竞争优势，进出口贸易的增长步伐，更是拾级而上(林友兰，1980)。到 1904 年，贸易额增长至 19 333 096 吨。自 1898 年至 1904 年这 6 年间，每年的贸易增长率均保持在 7.65%之间。1904 年至 1909 年，贸易增长率虽然略为放缓，但基本上仍保持着上升的势头。可以这样说，在 19 世纪 90 年代至 20 世纪的首十年内，香港的进出口贸易，一直均处于大涨小回的格局，表现异常突出(图 5.1)。

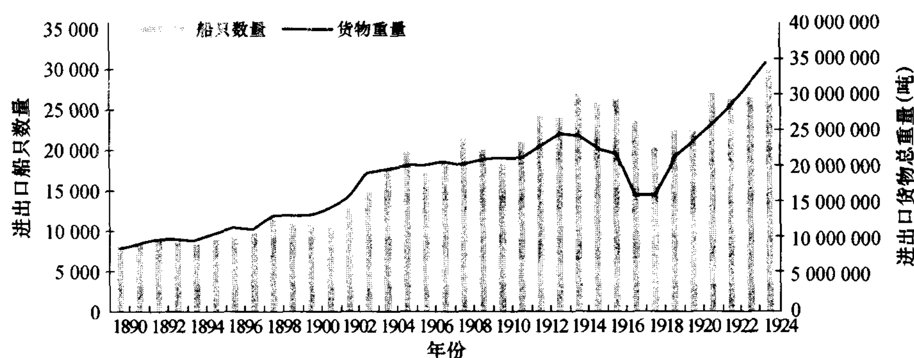


图 5.1　1890 年～1924 年香港进出口船只及货物统计

资料来源：*Historical and Statistical Abstracts of the Colony of Hong Kong 1841－1930*，1932

然而受到中国政局日渐波动和前景不明朗等因素的影响，香港的贸易表现，也无可避免地受到拖累，进出口贸易总额也转升为跌，其中 1910 年及 1911 年的贸易总额，便分别回落至 20 966 504 吨和 20 490 520 吨。不过，这种疲弱衰退的格局，只维持了两年时间。到 1912 年，进出口贸易又急速回升至 21 614 995 吨，翌年更攀升至 22 939 134 吨，显示香港的整体经济动力，一直均相当强劲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1914 年 7 月底,以欧洲为主战场的第一次世界大战爆发,作为欧洲重要军事力量的大英帝国,也卷入战争的浪潮中。受到宗主国战事的影响,香港亦间接进入战争状态,出口贸易因而也扭转了过往数十年的大升势,掉头下跌。举例说,在 1914 年,全年的进出口总额便回落至 22 069 874 吨。到了 1915 年及 1916 年,更下跌至 19 561 318 吨及 19 106 690 吨,1917 年及 1918 年的跌幅更大,分别下降至只有 17 329 841 吨及 13 982 966 吨。

1918 年底,世界大战结束。之后的 1919 年,香港的进出口贸易已迅速反弹,该年的贸易总额已回升至 18 474 996 吨了。事实上,自 1919 年大幅反弹后,进出口动力仍未停止,在俟后的各年中,香港的经济仍保持着急剧上升的势头。举例说,在 1920 年及 1921 年,贸易进出口总额便分别攀升至 21 576 139吨及 24 359 720 吨。到了 1922 年、1923 年及 1924 年这 3 年内,又进一步飙升至 26 635 557 吨、32 392 530 吨及 35 471 671 吨,显示香港进出口贸易在战后世界经济复苏的浪潮中,迅速地成长起来。

事实上,第一次世界大战结束后,遭受战火蹂躏的欧洲国家,正处于百废待举的境地,他们对日常消费品的需求,更是异常殷切,而香港正好发挥了本身作为贸易转口港的中介角色,并先拔头筹地将中国大陆的货品转销西方世界,促进了彼此的经贸交流。由是之故,当战事宣布结束时,香港的进出口贸易也急速回升,充分表现出她商业贸易上的高度灵活性和机动性。若以进出口贸易额计算,自 1919 年至 1924 年这短短的 6 年内,升幅接近 1 倍,这个骄人成绩,相信是香港经济发展史上所罕见的(图 5.1)。

与进出口贸易比较,股票市场的发展则相形见绌。就以公众公司的数目而论,1890 年年底已有 59 家,俟后各年不但没有增长,反而每况愈下,逐步下降至 1894 年的 48 家,显示公众投资者的信心颇为低落。到了 1895 年,才转跌为升。不过,初期的升幅不大,每年只有一两家新公司“上市”。到 1899 年,全港共有公众公司 54 家。踏入 20 世纪初,才出现突破性的转变。举例说,在 1900 年,便有 3 家新公众公司成立,达 57 家;翌年更大幅增加了 20 多家,达 78 家。可惜,后继乏力,之后又从 78 家的数目逐年下降至 1907 年的 64 家。1908 年虽略为回升,有 67 家,之后又逐步滑落到 1917 年的 49 家。

经过长达 17 年的持续下跌后,到 1918 年,情况终于有所转变。随着外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

围局势日趋稳定，投资信心也逐步提升，至于公众公司的数目也由1917年的49家回升至51家。俟后各年更跟随经济复苏而急速增加至54家(1919年)、63家(1922年)、68家(1923年)及78家(1924年)。数据清晰地反映出在内外政局渐趋稳定的情况下，投资活动也变得较为活跃(图5.2)。

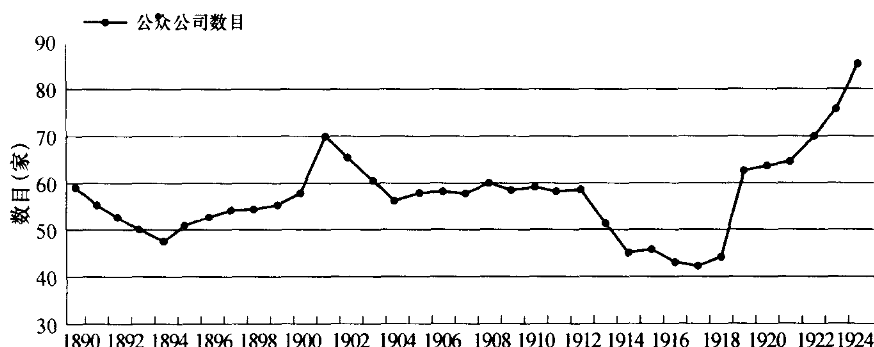


图5.2　1890年～1924年香港公众公司数目

注：1909年至1913年4年内所出现的橡胶种植公司，则没有包括在本图内。
资料来源：*The China Mail*，1890－1924

如果按公众公司的性质和行业分类，我们或者可以更深入地了解到不同行业在这段时期内的盛衰起落和兴替变迁。从图6.2公众公司的数字中，我们再按其性质粗略地分为不同行业，他们分别有银行保险业、能源业、地产建筑业、采矿种植业、码头货仓业、酒店宾馆业、船务运轮业、纺织制造业、橡胶业和其他行业(如综合贸易、洋行和药房)等(表6.7)。

在众多行业中，采矿种植业最值得注意。在股市炒作最为炽热的时期，这个行业的发展最为蓬勃，泡沫也被吹得最大。在1890年，总共有13家公众公司是从事采矿或种植生意的，占全港公众公司的两成二。风暴发生后，投资者才醒觉行业的过度炒作，并因亏损严重而纷纷抛售离场。至于该类公司的数目，也因个别欠稳健的企业先后破产倒闭而逐渐减少。到1904年，在全港64家公众公司中，只剩下3家属采矿种植的，比率不足5%，企业减少速度之快，不难想见。1912年起，情况稍有改善，数目也渐有上升。不过，无论是从企业的规模或股票的表现上看，均已无复当年之盛了。

其次是纺织制造业。1895年之前，香港只有零零星星的制造业如制糖、制绳、制冰、制砖和水泥等。1895年后，则涌现一批纺织企业像怡和纺织

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

(Ewo Cotton Spinning & Weaving)、国际纺织(International Cotton Manufacturing)、龙公茂纺织(Laon Kung Mow Cotton Spinning & Weaving)、香港纺织(Hong Kong Cotton Spinning)、广益纺织(Kwong Yik Cotton Mill)和苏浙纺织(Soy Chee Cotton Spinning)等。这些企业的先后出现,既标志着香港经济实力的不断壮大,也暗示了本土工业也开始萌芽。

另一转变巨大的行业是银行保险业。所谓银行保险业,其实是由水(洋面)保险及火(烛)保险两大业务作主导的,银行只占少数。初时只有汇丰银行1家,大战结束后才逐渐有东亚银行(Bank of East Asia)、渣打银行(Chartered Bank)、半岛东方银行(P. & O. Banking Corporation)和有利银行(Mercantile Bank)等陆续加入。

如果将龙头股份汇丰银行的股价列出来,我们或者可以清晰地看到自1890年至1924年这35年内股票市场的起落兴替。股市风暴爆发前,汇丰银行的股价为452.5元,到1891年,已急剧下降至333.8元,之后又反复下滑至1893年的250元。1893年之后,则经历了一段长时期的上升。到1905年,股价已由250元(1893年)上升至860元,在这短短的10年间,股价上升了接近2.5倍,年增长率高达24.4%,成为汇丰银行创办以来最光辉的岁月。1905年后,股价虽然略为回落,但之后又不断上升至1909年的1 000元。从1909年至第一次世界大战结束(1918年)前,股价一直显得软弱无力,并反复下降至1917年的600元。1918年年底,受到战争结束消息的刺激,股价略有上升(720元),但翌年又跌回555元的低水平。不过,从1919年起,股价则在经济复苏概念的带动下急速飞升至1921年的785元、1922年的985元、1923年的1 085元及1924年的1 300元(图5.3)。

正如前述,保险股份除了分为水险和火险外,也有一种综合保险,即水、火险皆有。水险股高峰期有七八家,火险股有三四家,而综合保险股则只有一两家左右。20世纪初,由于内外政局日见不稳和经营风险增加,保险股的数目也逐步减少。当第一次世界大战战况最为炽烈时,水险公司只剩下三四家,火险公司只有一两家,而综合保险股则几乎绝迹,显示行业在时局不稳的打击下,经营环境颇为困难。

船务运输业的起落也相当引人关注。作为国际贸易转口港,船务运输业可说是香港经济的命脉。自香港开埠后,该行业的发展,便已相当兴盛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

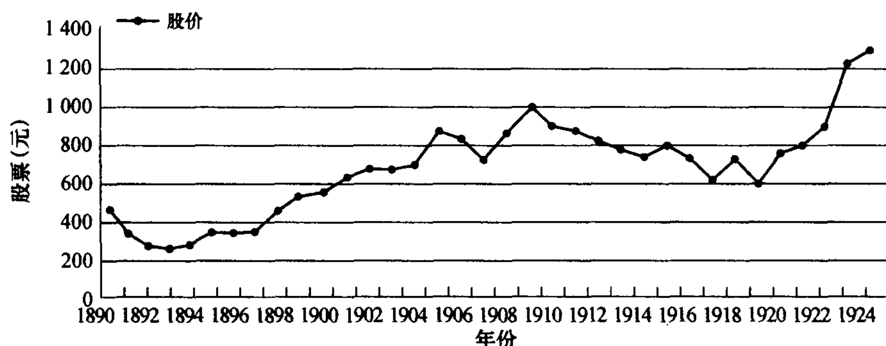


图 5.3　1890 年～1924 年汇丰银行股票价格转变

注 1：原股价以每股溢价或折让若干计算，为了分析上的方便，我们将之转为实价。
注 2：股份数目由 1890 年的 80 000 股上升至 1907 年的 120 000 股，到 1920 年又增加至 160 000 股。
资料来源：*The China Mail*，1890－1924

了。1890 年，全港共有 6 家船务运输公众公司。虽然受到股市风暴的打击，该行业不但没有如其他企业般渐趋萎缩，反而稳步增长。在 1901 年，该年更迅速出现了一批新的公众船务公司如天星小轮(Star Ferry)、中华互惠航运(China Mutual Ship Nevigation)、香港蒸气水艇(Hong Kong Steam Water Boat)、蚬壳运输贸易(Shell Transport & Trading)、太古驳艇(Tuku Tug & Lighter)、上海货船(Shanghai Cargo Boat)及合作货船(Cooperative Cargo Boat)等；至于中华巴士(China Bus)和香港的士(Hong Kong Taxis)等则在 20 年代加入，使该行业变成香港其中一个举足轻重的行业。难怪有学者将 20 世纪初的经济形容为船务运输业的黄金时代了(林友兰，1980)。俟后，数目虽然略有减少，但基本上仍保持在 10 家以上，直至第一次世界大战爆发时，才减少至 9 家，自此以后则变化不大。

还有一个值得讨论的行业是橡胶业。该行业在 1908 年前及 1914 年后，均没有在报章的股票交易报价表内出现。不过，当它们在香港的股票市场出现时，却引来公众投资者的特别注意。1909 年，突然有一批(15 家)为数不少的橡胶企业出现在香港的股票交易报价表上，表示该等股票可以让公众投资者买卖。该等股票除了列出买卖价外，其他如发行的数量、原股价和已付资本额等，均没有提供。翌年，数字更飙升至 26 家。但是，再过一年后，数字又大幅减少至只有 1 家，显示情况并不寻常。不过，可能因为买卖并不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

活跃，报章上也没有太多报道。由于橡胶企业出现的时间短暂，我们没有在表 5.7 中列出。

表 5.7 1890 年～1924 年主要股票分布表

年份	银行保险	公用事业	地产建筑	采矿种植	码头货仓	酒店宾馆	船务运输	纺织制造	橡胶	其他行业	总计
1890	12	2	5	13	2	5	6	8	—	6	59
1891	13	2	6	10	2	4	7	8	—	4	56
1892	13	2	4	10	3	2	7	8	—	4	53
1893	12	2	4	8	3	2	7	8	—	4	50
1894	11	2	4	8	3	1	7	8	—	4	48
1895	11	2	4	7	3	1	6	12	—	5	51
1896	11	2	4	8	3	1	6	12	—	5	52
1897	11	2	4	9	3	1	6	13	—	4	53
1898	11	2	4	7	3	1	7	13	—	5	53
1899	11	2	4	8	3	1	7	13	—	5	54
1900	11	2	4	9	2	1	7	12	—	9	57
1901	11	3	6	8	6	4	14	15	—	11	78
1902	10	3	6	6	6	4	12	16	—	11	74
1903	9	3	6	6	7	3	10	15	—	9	68
1904	9	3	6	3	6	3	10	15	—	9	64
1905	9	3	6	3	6	3	10	16	—	9	65
1906	9	4	6	3	6	3	11	14	—	9	65
1907	9	4	6	3	6	2	11	14	—	9	64
1908	9	4	6	3	6	2	11	15	—	11	67
1909	9	4	6	3	6	2	11	13	—	26	80
1910	9	4	6	3	6	2	11	13	—	37	91
1911	8	4	6	3	5	3	10	12	—	12	64

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续 表）

年份	银行保险	公用事业	地产建筑	采矿种植	码头货仓	酒店宾馆	船务运输	纺织制造	橡胶	其他行业	总计
1912	8	3	6	5	5	3	11	9	—	14	64
1913	7	3	7	5	5	3	11	9	—	10	60
1914	7	2	7	5	5	1	10	9	—	7	53
1915	7	2	7	5	5	1	9	12	—	5	53
1916	7	2	6	6	4	1	9	10	—	5	50
1917	7	2	6	6	3	1	9	11	—	4	49
1918	8	2	5	6	4	1	9	11	—	5	51
1919	8	2	6	8	4	1	9	11	—	5	54
1920	9	2	6	8	4	1	9	11	—	5	55
1921	9	3	6	7	4	1	9	12	—	5	56
1922	9	3	6	7	6	1	9	12	—	10	63
1923	12	3	6	7	6	1	11	12	—	10	68
1924	13	3	8	8	7	1	13	12	—	13	78

资料来源：*The China Mail*，1890－1924

事实上，这批企业迅速涌现的情况，有点类似1889年前后的采矿种植股。其一是大家都是“来去匆匆”，股价急升急跌；其二是两者的生产或主要业务基地，均在东南亚一带前西欧殖民地，使公众投资者无从查证和监察。由于当时的报章没有深入报道这些企业的业务表现或运作，我们也没法了解事件的来龙去脉，而这类企业也只短短地维持了5年时间，之后便像谜一般在香港的股票市场中消失了。至于其他如公众能源业、地产建筑业和酒店宾馆等，在这个时期内的表现并不突出，变化也不大，我们在此也略过不谈了（表5.7）。

最后，我们不禁要问：为什么股票市场在这段时间内的表现远远落后于进出口贸易呢？这是一个十分有趣而又值得深入讨论的问题。较为直接的解释是进出口贸易较能利用时局波动的契机，调动货品、平衡供求，从而赚取利润。因此，就算中国及其他地区局势不稳，香港的进出口贸易仍能保持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

强势,持续上升。

股票市场则有所不同,它是一个很容易受内外政局不稳定等因素所左右的市场。当前景不明朗时,公众投资者对股票市场的信心,也相对地较为薄弱。投资者就算手头上有多余储蓄,也宁可把它留在身边,不会贸然把它投放到股票市场中去。正因如此,这段时期的股票市场,也显疲不能兴、积弱不振。

结　　语

回头检视香港股票市场的发展情况,我们发现其过程虽然谈不上波澜壮阔、曲折离奇,但个中的甜酸苦辣、起落跌宕,却又非片言只语可轻轻略过。事实上,香港作为国际金融中心的地位,并不是顺手拈来、一蹴而就的,它的基础是一点一滴、一分一毫地慢慢累积起来的。

除了上一章谈到针对时弊而提出的法律制度改革外,业界的自律自重、自我监督和自我提升的行为,同样是促使股票市场发展日趋成熟、健全的重要元素。可以这样说,一个良好的股票市场制度,除了要有良好的法律制度作为基本保护外,从业者与时并进和不断创新的行为,同样十分重要,两者缺一不可。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第六章

省港大罢工与股市大震荡

正如上一章谈到，自第一次世界大战结束后，元气大伤的欧洲各国，可谓百废待兴。在战后重建这个巨大需求力量的推动下，香港的转口贸易也乘势而起，急速增长。随着经济实力的与日俱增，股票市场也如影随形般亦步亦趋，非但交投量持续上升，连带大小股份的价格，也拾级而上，使不少投资者大获其利、笑逐颜开(陈向元，1932)。

虽然欧美世界的经济发展欣欣向荣，但与香港一衣带水、一脉相连的中国大陆，却丝毫没有出现所谓“大乱之后有大治”的格局。恰恰相反，自从窃国弄权的袁世凯在1916年中去世后，中国大陆又再陷入四分五裂的军阀割据时期。在政局动荡、战火不绝的相互煎熬下，全国生产几乎陷于停顿，经济奄奄一息，国家也一直没法摆脱清朝末年的积弱不振，继续任由欧、美、日等强国鱼肉欺凌。

就在那内忧外患交缠、人民生活苦不堪言的年代，共产主义思潮也如野火燎原般在中国大地上迅速蔓延，使国内的政治形势变得更为复杂。而1925年年中发生的省港大罢工，既反映了劳动阶层在工作就业上备受剥削的一面，也带出了党与党之间的权力斗争和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全体国人对摆脱欧、美、日等列强欺凌的渴求(蔡洛、卢权,1980;甘田,1956)。对于这次大罢工的成因,不同学者或者会有不同看法(Kotewall, 1925;张俊义,1995;邓开颂、陆晓敏,1997;蔡荣芳,2001;蔡洛、卢权,1980;卢权、禤倩红,1997),我们在此不作深究。但其发生的过程和结局,却对香港的经济和股票市场,有着重大的影响,我们则不应等闲视之。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

省港大罢工发生的经过与结局

20 世纪初叶，上海乃中国的龙头城市，它既是中国的政治经济中心，又是社会文化重镇，很多影响中国近代历史发展的重大事件，皆在这华洋混杂的国际都会内发生。1925 年 5 月 15 日，上海有学生及共产党人因抗议日本纱厂东主杀害中国工人而号召国人团结一致、反帝反殖、收回租界，并发起连串示威游行。同月 30 日，当游行人士在英租界示威时，遭到租界内的英国警察开枪杀害，造成 11 人死、数十人伤的惨剧，是为历史上的"五卅惨案"。事件令世界震惊，也使海内外华人极为不满。6 月 2 日，广州国民政府提出"援助国民，以与英帝国主义者相搏"的口号，抗议英国人的所作所为，而共产党人则四出奔走、鼓吹抗争行动，一场史无前例的跨地域罢工运动已蓄势待发(张俊义，1995)。

据前港英立法局议员罗旭和(R. H. Kotewall)在 *Kotewall Report on the Strike of 1925* 报告书中透露，大罢工浪潮发生之前，他曾连同香港著名华商巨贾周寿臣(Chow Shou-son)、港府华民政务司(Secretary for Chinese Affairs)蔡德民(D. W. Tratman)和助理辅政司(Assistant Colonial Secretary)费力卓(A. C. M. Fletcher)等人，与身在香港的国民党中央委员孙科(Sun Fo)、国民政府外交部长伍朝枢(C. C. Wu 即香港首位华人立法局议员伍廷芳之子)和外交事务专员傅秉常(Foo Ping-sheung)等人，私下在罗氏半山区的家中会面，罗希望孙、胡、傅等人运用他们的政治影响力，压灭工人怒火、平息风潮。可惜，孙氏等人在广州的斡旋行动并不成功，而罢工行动也迅速爆发(Kotewall, 1925)。

6 月 19 日，香港的海员、电车工人和印刷工人等响应广东省的罢工呼吁，率先宣布罢工，其他各行各业马上跟随，风潮一发不可收拾(Kotewall, 1925)。

> 20 日起，洋务、搬运、排字、煤炭、起落货、码头、邮差、清洁、旅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

业、戏院等十几个工会和海军船坞、九龙船坞、电力公司等相继罢工。猪肉、鲜鱼行、茶居、酒楼亦纷纷罢市……使香港经济陷入停顿状态。(邓开颂、陆晓敏,1997：146)

为怕罢工浪潮影响社会稳定,港督司徒拔(R. E. Stubbs)在同月 22 日颁下戒严令,宣布香港进入紧急状态,并派出武装军警和装甲车在市区巡逻,防止社会发生动乱(*The Hong Kong Government Gazette Extraordinary*, 1925)。其次,政府又发出紧急通告,要求全港市民不要受工潮影响,如常工作。港府甚至作出保证,如果有市民因如常工作而丧生时,政府会给予每个死者家属高达 2 000 元的“安家费”;如属受伤,也会按程度给予补偿,借以抑止罢工浪潮,减低行动对社会造成的冲击(Kotewall, 1925; *The China Mail*, 22 June 1925)。

面对群情汹涌,英国统治者不但没有采取积极的态度与工人对话,反而漠视抗议人士的诉求,甚至以强硬手腕镇压示威者,使问题变得更加复杂。6 月 23 日,当工人在广州沙基地区举行示威时,遭到对岸沙面租界的英法水兵开火杀害,造成 52 死 170 人伤的惨剧,是为“沙基惨案”,事件进一步刺激抗争工人的反帝反殖情绪,使情势更加严峻(郭廷以,1979;甘田,1956;蔡洛、卢权,1980)。

消息传到香港后,很多原本只抱观望态度的工人,也陆续加入罢工行列,使工潮规模进一步扩大。据估计,单是香港一地,便先后有 25 万工人立即停止手上的工作,返回广州,加入罢工行列(Kotewall, 1925; 张俊义, 1995)。为了打击港英政府,广州的罢工委员会决定将行动升级,对香港进行武装封锁,禁止一切船只经过及进出广东口岸。“所有轮船、轮渡,一律禁止开经香港及新界,务使绝其粮食、制其死命”(邓开颂、陆晓敏,1997：147)。而港府方面则宣布禁止白米、面粉、罐头食品、煤炭、石油、港币和贵金属等的出口,借以截断广东省的补给(CO 129. 488. 34204, 1925)。两地政府怒目而视的举动,使粤港关系极为紧张。

俟后,广州罢工委员会发现,全面封锁的方法,虽然能重创香港,却使本身陷入困境,因而改为选择性的封锁策略,只针对英国货船和货物,至于其他国家的船只和货物,则让其进出广东。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

> 罢工开始后，为了从经济上打击港英殖民地的统治，罢工委员会宣布对香港实行经济封锁……宣布对各帝国主义国家实行全面抵制，任何国家的船只均禁止进出广东各岸，对一切洋货都实行抵制。但后来发现这样做虽然封锁了香港，却也给自己造成种种困难。为了集中力量打击英帝国主义，罢工委员会决定转变策略，提出单独对英政策，实行特许禁止制度，规定"凡不是英国货、英国船及经过香港者，可准其直来广州"……这一政策的实施，不但严重地打击了英帝国主义，而且对在华各帝国主义国家起了分化瓦解作用，同时解除了广东的经济困难。（张俊义，1995：104）

为了制止罢工风潮进一步蔓延，港府方面除了禁止重要物资出口和加强监察外，又起用部分肯为英国效忠的华人，甚至加强街头巷尾的反宣传，防止布尔什维克(Bolshevist)在港内"煽风点火"。其次，又收紧社会言论，实施新闻检查，对华文报纸、杂志、邮件、电报和一切宣传刊物，采取审查制度，要求所有新闻传媒的报道，事先要得到港府有关部门的查审和批准，方能出版(CO 129.488.34204，1925：474；*The Hong Kong Government Gazette Extraordinary*，1925；Kotewall，1925)。

对于粤港双方剑拔弩张的局势，罗旭和将之形容为没有真刀真枪的"战争"。"广东(政府)已向我们开战，只是采用的并非火枪和毒气而已"(Kotewall，1925：6)。事实上，罢工风潮发生后，个人利益深受冲击的英国商人，曾多次透过他们直通英国统治核心的能力，要求伦敦政府对广东政府施压，保障他们的安全和财产。举例说，在1925年7月23日，主要代表英国商人利益的香港总商会，便匆忙致电伦敦的英商中华会社(China Association)，要求英国政府以政治及外交手段逼使广东工人结束罢工。同月27日，该会又召开全民大会，并通过一系列议决，针对罢工行动。其中包括要求英国政府采取有力行动，以保障英人在华的安全，并维持对华的贸易。他们甚至呼吁英国政府向广州政府发出严正警告，除非广州政府不再支持危害英国利益的行为，否则他们将被视作与英国处于敌对状态(CO 129.489.37276，1925；张俊义，1995)。

到了8月8日，香港总商会又通过港督致电英国殖民地部，向政府进一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

步施压。电文指出,广州政府的罢工与封锁,已严重地危害了英国商人的利益,甚至瘫痪了香港的对外贸易,要求英政府立即采取有力行动,给予英国商人有力保护。在8月17日致殖民地部的函件上,香港总商会甚至要求英国政府在武力威慑的基础上,向广州政府发出最后通牒,要广州政府恢复开放口岸的地位、驱逐俄人出境、解散黄埔军校、停止抵制英国货、停止反英宣传及动用海军封锁广州港及附近水域(CO 129.489.37276, 1925)。英国商人气焰之高,不亚于好战的军人。

另一方面,为了瓦解罢工行动,港府刻意拉拢华人精英如周寿臣、曹善允和罗旭和等人,希望他们协助港府处理风潮。事实上,由于利益关系,很多华商巨贾均不赞同过激的罢工行动。可是,碍于政治形势,他们既不便公开反对,以免影响他们与广东政府的关系和内地亲人的安危,又难以公开地表达其支持港英的立场。由是之故,他们一方面暧昧地通过秘密动议,向港英政府表示效忠(CO 129.489.42959, 1925);另一方面则以香港华商团体名义,派出代表与罢工委员会和国民政府官员会面,希望当局从速解决罢工风潮、恢复两地往来。"就本身(港商)所受之痛苦,为和平呼吁,恢复交通,回复工商状况"(《省港大罢工资料》,1980:553)。

在罢工风潮气势汹涌之际,英国殖民地部在1925年10月将作风强硬的司徒拔调离香港,改由对华人社会及文化有深入认识的金文泰(C. Clementi)出任,希望尽快解决中、英双方的僵局。金文泰上台后,一方面改变港府初期的强硬立场,另一方面则多番透过华人精英如周寿臣、罗旭和、何东和曹善允等人向广东政府传话,表示愿意与工人谈判,尽快结束罢工(林友兰,1980;张俊义,1995;蔡洛、卢权,1980)。可惜,双方的接触和讨论,一直只停留在讨价还价的层面上,无法取得实质成果。

1926年3月,广东政局发生重大变化,一直反对"国共合作",并坚持要将共产党人铲除的蒋介石迅速崛起,并取得军事实权,使罢工运动失去了强大的支持。事实上,由于手握大权的蒋介石已将目光放在北伐事宜上,罢工运动反而被视作阻挠统一的绊脚石,要立即去之而后快。港英政府也注意到广州国民政府领导层权力转移的微妙关系,并改变过往主张以对话解决问题的态度,取消原本答应派谈判团赴广州的计划,使罢工运动陷于进退维谷的境地。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大约4个月后的7月初，即蒋介石率军北伐前夕，在罢工委员会主动要求下，谈判重开。据对粤港关系有深入研究的历史学者邓开颂和陆晓敏的分析，由于港英政府此时察觉到国民党政府已不想再在罢工问题上纠缠而急于解决，便采用“你急我不急”的拖字诀，完全失去过往以谈判解决问题的诚意。由是之故，就算双方进行了多达数次的会议和谈判，仍因没法缩窄彼此的歧见而取得任何协议(邓开颂、陆晓敏，1997)。

10月初，北伐成功的蒋介石已立意迁都南京，罢工行动已不可能再拖延下去。同月10日，罢工委员会终于主动宣布停止一切对香港的经贸封锁，结束了接近16个月的罢工运动(刘蜀永，1998；蔡洛、卢权，1980)。同年11月，港督金文泰委任一直为斡旋罢工行动而奔走于粤港两地的周寿臣入行政局，使他成为香港开埠85年来首名进入港英权力核心的华人行政局议员。这个举动，既标志着港英政府因进一步落实精英吸纳政策而博得华人社会的好感，又为结束大罢工后的社会营造良好气氛，实在一举两得。

虽然罢工行动宣告结束，但两地的联系却不能一下子便恢复过来。事实上，两地复交之初，很多商贸往来均以民间名义进行，至于官方接触，初时只由低级官员进行，真正高层次的接触，则要等到1928年3月。该年3月2日，广东省主席李济深终于踏上了破冰之旅，亲赴香港拜会金文泰。李氏的访问，受到港府热情款待，显示双方均有恢复交往的诚意。数日后的3月9日，金文泰回访李济深，同样受到广东政府的礼待和欢迎。从此，粤港两地才算冰释前嫌，并建立起正常关系(张俊义，1995；邓开颂、陆晓敏，1997)。

大罢工对香港经济的冲击

大罢工对香港经济最直接的打击是生产停顿、贸易急降和经济萧条。首先，在生产方面，香港本身的工业虽然不多，但也有一些较具规模的行业，例如纺织、制糖、制冰、制绳、船务等。至于次级生产和服务业则如水陆运输、酒楼餐馆、苦力仆役、清洁维修、零售营销等等，也颇为活跃。可惜，这些行业在罢工风潮炽烈之时，均受到不同程度的打击(蔡洛、卢权，1980；卢权、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

稠倩红,1997)。

事实上,在大罢工期间,大部分工厂和企业,都因工人离去而被逼关门大吉,停止生产或服务。虽然政府没有列出这些企业因停产停工而导致损失的具体数字,但我们从报章上的报道和港府内部通讯中,则可粗略了解一二。据1925年12月16日《泰晤士报》(*Times*)引述香港股份总会主席伯杰(H. Birkett)的看法,指持续不断的罢工浪潮,已使香港经济损失高达500 000 000元。至于因为前景不明,银根短绌,而使大部分企业无法向银行借贷,或是因风险过高而需支付更高利息,增加生产成本等间接损失,还没计算在内(CO 129.491.56760, 1925)。

其次是进出口贸易急跌。一直以来,粤港两地都是唇齿相依、休戚与共的。绝大部分香港的粮食、燃料和日用品等,都是由广东输入的;而供应广东的西药、衣物、皮革、机器和设备等,则是由香港转口进去的。由于广东国民政府封锁了广东所有口岸,严禁船只出入,两地的贸易便戛然而止、无从进行。

从港府的一些贸易数据,我们可以十分清晰地看到大罢工对香港进出口贸易的沉重打击。没有发生大罢工之前的1924年,香港的进出口贸易总额达到35 471 671吨。大罢工发生后的1925年,便急速下降至29 727 264吨。在工潮持续不止的拖累下,贸易也持续下滑。到1926年,进出口贸易额更下跌至只有26 983 190吨,跌幅达两成多。同年年底,工潮解决,两地互通,贸易迅速恢复,贸易额便回升至33 794 775吨,升幅也是两成多。到了1928年及1929年,再分别攀升至34 447 479吨和36 867 745吨(图6.1)。难怪罗旭和在报告书会这样说:"这次(罢工)行动,严重地冲击了香港的经济基础和结构……甚至使我们的贸易陷于瘫痪境地。"(Kotewall, 1925: 6-7)

至于金融体系崩溃引致银根紧绌和经济萧条等问题,则是另一致命打击。据罗旭和分析,由于香港对资金的进出没有管制,工潮酝酿初期,已有大批大批的资金撤出香港,使金融体系承受不少压力(Kotewall, 1925)。到风潮爆发(6月19日)后,港府才惊觉资金流失严重,并慌忙通过紧急法例,一方面限制银行存户提取存款,另一方面则发出为期一星期(6月22日至29日)的暂延付款令(moratorium),让银行可以暂缓向客户付款,避免挤提,从而稳定本地银行体系。其次,又改变让资金自由进出的规定,对一切货币和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

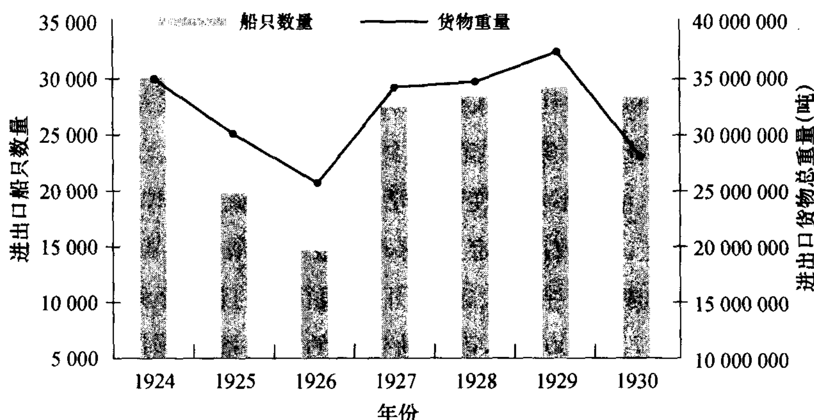


图 6.1　1924 年～1930 年香港进出口船只及货物统计

资料来源：*Historical and Statistical Abstracts of the Colony of Hong Kong 1841 –1930*，1932

贵金属实施管制，堵截资金外流（*The Hong Kong Government Gazette Extraordinary*，1925）。到了 7 月初，虽然大小银行陆续开门营业，但资金紧绌的情况，仍没法解决，使很多企业均出现资金周转的困难（CO 129.490.44328，1925）。

在 7 月 24 日致英国殖民地部的信函上，司徒拔这样说："当前本港的贸易环境极为严峻，一般商业已陷于停顿状态，但日常开支则没法减省。除非短期内情况有好转，否则有为数不少的企业，将会被逼走上破产的道路。"（CO 129.488.38894，1925：649）大约两星期后的 8 月 8 日，司徒拔再次就香港所面对的金融困局，向殖民地部作进一步解释。他说：

> ……在过往的两三年间，与土地相关的物业及股票市场因过度投机而使价格大涨……大罢工后，由于本地银行暂停营业而某些外资银行更撤出本港，使本已呈现萎缩的本地市场急转直下，处境愈来愈严峻……很多原本颇为富有的商人，现在要筹借数百元应急也捉襟见肘……在大罢工的打击下，某些公司的财政状况已极为紧绌了……（CO 129.489.40885，1925：100）

对于香港金融体系出现的资金短缺问题，罗旭和在报告书中有颇为深

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

入的分析。罗氏估计,香港货币的总发行量约为 65 000 000 元,在禁止货币和贵金属出口法例实施之前,约有 16 000 000 元已流出银行系统,这些资金中约有 10 000 000 元流入华南地区,其中以广东最多。余下的 6 000 000元,再加上市民家里的存款(约为 4 000 000 元),合共 10 000 000 元,则因政局不稳、前景不明而变得不活跃,无法回流金融体系。其次是不活跃的银行储备金。按政府规定,所有存款银行必须保留某个比例的储备金,以防不测。当时 3 家主要大银行(汇丰银行、渣打银行和有利银行)的总储备金,已占去 7 000 000 元,而其他银行的总储备金,则有 13 000 000 元。换言之,当时不活跃的资金,合共占了 40 000 000 元。若将总币发行量的 65 000 000 元减去不活跃的 40 000 000 元,活跃货币只余下 25 000 000元(表 6.1)。

表 6.1　1925 年香港货币的供应与流通状况

货币流通种类	货币总量(元)
总货币发行量	65 000 000
不活跃或存储起来的货币总量	40 000 000
3 家主要银行储备金	7 000 000
其他非本土银行储备金	13 000 000
流入华南地区的货币	10 000 000
因局势紧张而由民间存储不放的货币	10 000 000
活跃货币总量	25 000 000

资料来源:Kotewall, 1925

按罗旭和推算,当时香港的金融体系,一般需要约 45 000 000 元的活跃资金,才能配合整体经济活动的运行。但是,在前景不明朗而资金不是外流便是存而不动的情况下,所剩下的 25 000 000 元活跃资金,根本没法应付整体经济活动(Kotewall, 1925)。正因为资金紧绌,市面才会呈现一片股市不活、投资不兴的萧条景象。

为了纾缓银根不足,港府只好向伦敦求助,希望英国政府能借出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

3 000 000英镑，以解香港燃眉之急、渡过难关(CO 129.489.57064，1925)。但是，这个请求，却在英国国会内拖了很久，甚至要经多轮讨论，最后才能决定。一直到1927年5月，贷款才正式批下来。但是，那时已是风平浪静、时过境迁了，香港经济的元气，也已逐步恢复了(林友兰，1980；汤开建、萧国健、陈佳荣，1998)。

对于这次罢工浪潮的冲击，不同历史学者有不同的论述(甘田，1956；蔡洛、卢权，1980)。林友兰则这样描述：

> 在省港大罢工的高潮中，码头工人脚夫、汽车司机以至在洋人家里服务的厨子和杂役，都辞职返乡。工厂停工，商行亦门堪罗雀，一个偌大的贸易中心，顿时变作死港。(林友兰，1980：146)

至于另一历史学者张俊义，更概括地从社会生活和商业经济两大层面，总结了大罢工对香港的打击。他这样写道：

> 在罢工与封锁的双重打击下，香港的社会和经济顿陷于一片混乱和空前绝境之中。从社会生活看，街道垃圾成山，市内交通停顿，对外交通完全断绝，粮食短绌，食品价格暴涨，香港变成了“臭港”、“饿港”。从商业经济看，大批轮船停滞港内，货物进出不得，市井萧条，商号店铺纷纷歇业，股票价格暴跌，银行挤兑成风，地价暴落，商界人士惶惶不可终日。(张俊义，1995：104)

无可否认，罢工行动的确严重地冲击了香港的政治、社会、经济、金融和贸易。但是，这个冲击，却没有如罢工人士想像般强大，认为罢工行动“已使香港受大创(伤)，行将一蹶不可收拾”(蔡洛、卢权，1980：70)。相反，自1926年初蒋介石掌权，并计划北伐之时，罢工委员会已阵脚大乱了，其冲击力也渐见消退。至于俟后的数次谈判，港英政府更是“寸土不失、丝毫无损”，显示罢工行动对香港的冲击，还是暂时和相当有限的。如果我们从风潮结束后香港经贸活动便能迅速恢复的角度来看，也会发现香港的经济，实在是所伤有限的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大罢工对股票市场的冲击

股票市场是一个很容易受不明朗因素影响的市场。大罢工的发生,就如平地一声雷般惊动了整个香港社会,而股票市场则如被推倒的骨牌般环环相扣地崩坍。简单而言,该场运动对股票市场的冲击,可具体地反映在股价急跌、投资信心脆弱和股票市场被逼停止交易等三个层面上。

首先,让我们由股市被逼暂停交易说起。风潮发生后,3 个股票经纪会(交易所)鉴于有投资者恐慌性地抛售股票引起股票急跌而在 6 月 23 日发出紧急通告,宣布暂时关闭交易所,停止一切交易。香港股份总会的通告是这样的:“承董事会命,本会由即日(6 月 23 日)起,暂停一切交易。至于需要在 6 月份结算的交易,则顺延至 1925 年 7 月 7 日”(*The China Mail*, 23 June 1925)。至于香港股票经纪协会和香港股票及物业经纪社的通告,也大同小异。这两个经纪会的通告皆是:“承董事会命……由于出现不能预测性的因素,本会宣布所有要在 6 月结算的交易,将会押后,直至另行通知。”(*The China Mail*, 23 June 1925)

到了 7 月 7 日,3 个经纪会又因政局未明而发出通告,将结算日延期至 7 月 14 日。而港府则特别通过了《1925 年 6 月结算法案》(*June Settlement Ordinance 1925*),规定任何要在 6 月 23 日或延至该日结算的股票买卖合约,均延迟至同年的 7 月 14 日才结算,停市期间,该等买卖可获年利率 8% 的利息补偿(*The Hong Kong Government Gazette Extraordinary*, 1925)。可惜,到了 7 月 14 日,各经纪会又因罢工风潮未止而再次发出押后通知,将结算日延至 7 月 21 日,港府方面则只好将法例期限延长至 7 月 21 日。到了 7 月 21 日,有关的交易所仍没法确定具体结算日期,而再次宣布将结算日延期至 7 月 28 日,交易所也保持关闭(*The China Mail*, June-July 1925)。

面对股票市场内所出现的各种赌博、投机和炒卖指控,加上停市日期一延再延等问题,港督司徒拔也觉得事态十分严重,有必要实际行动,方能平息市场的恐慌和怨愤。由是之故,港府特别在 1925 年 8 月 14 日刊登宪报,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

宣布成立一个调查委员会，就股票市场的制度、运作，以至停市事件等，作出深入调查(*The Hong Kong Government Gazette*，1925)。

经过接近2个多月的内部聆讯和调查后，委员会终于在10月22日向港督和立法局提交报告，阐述他们的调查和发现，并向政府提出若干建议(具体内容请参阅下一节)。不过，正如坊间早前所料，报告并没有指出谁人要为股票市场的混乱和停市事件负责，只反复表明政府不应直接插手经纪运作，而应以监督交易所的方式，间接约束业界行为(*Report of the Stocks and Shares Commission*，1925)。

对于这次史无前例的“大停市”，社会上的正反意见不一，分歧十分巨大(Kotewall，1925)。不过，由于当时港府仍然实施新闻检查，一些过激的言论根本不可能获得发表，加上罢工威胁仍在，在投鼠忌器的情况下，社会上很多批评的言论，往往也只是蜻蜓点水般轻轻带过。结果，整个停市事件便在港府“低调处理”的指引下慢慢被人淡忘了(*The China Mail*，November to December 1925)。

至于股价急跌，则是股票市场的另一重大冲击。自第一次世界大战结束后，香港的经济便在“战后重建”这个重大复苏概念带动下迅速发展起来。不过，与香港一河相隔的中国大陆，旋又陷入军阀相互攻伐的混战不息境地。为了逃避战祸，广东以至华南一带较富有的商贾，便纷纷带同家人和资金涌到香港，使香港的资金颇为充裕。在游资充斥的影响下，很多股票的价格也持续攀升，而投机炒卖的活动，又再次重现。罗旭和这样说：“过去两年，由于广东和华南地区的资金大量涌入香港，使本地的股票市场出现了很多投机活动。”(Kotewall，1925：21)

当罢工风潮山雨欲来之际，某些较有远见的投资者，已争先沽售手上股票，使大部分股票的价格由强转弱。风潮发生后，股票市场更出现恐慌性抛售现象，使股价急跌。另一方面，由于部分股票的交易是透过银行借贷进行的，银行体系一收紧借贷，股票市场也唇亡齿寒地露出危机来。在时局不安、风险增加而银根紧绌的情况下，银行一贯的做法是“下雨收伞”，并急急地向贷款客户(债仔)追回(call in)贷款，使很多以借贷形式炒卖股票的投资者(和经纪)措手不及，只能无奈地抛售手上股票，使股价进一步下跌。这种环环相扣、一枯皆枯的关系，正是股市崩溃的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

罢工风潮发生之初，由于前景极不明朗，银行收紧信贷，并追回已借出的贷款，加上股市停止了交易，投资信心极为脆弱，很多股票经纪行都门可罗雀，生意淡薄。在1925年9月4日写给殖民地部的信函上，港督司徒拔曾经清楚地向英国政府描述了香港股市淡静的情况（CO 129. 489. 45198，1925）。后来，虽然股票市场恢复了买卖，但投资信心仍没法完全恢复，市道疲弱的程度，和停市时"买卖两闲"的情况极为相似（The China Mail，19 September 1925）。当时的《华字日报》则有这样的报道：

昨日股份仍没多大变动，盖各人心理，只看此次工潮能否从速解决，多数经纪仍未敢放胆做买卖，而手上有某项股份者，见得调停方面稍有眉目，亦多将货抓紧不放（卖），以至市面情况虽佳，但交易仍不甚多。（《华字日报》，1925年12月2日）

大罢工期间，整体股票市场虽然显得疲不能兴、暮气沉沉，但亦有个别企业无惧前景暗淡，坚持上市向公众集资，该公司便是香港电话（Hong Kong Telephone）。1925年12月11日，以遮打、R. G. 史云（R. G. Shewan）、何理玉（P. H. Holyoak）、周寿臣和罗旭和等为主要倡导者的香港电话，宣布公开招股，算是给虚弱的股票市场注入了一剂强心针。而招股的反应，也算是令人满意。《华字日报》便这样报道："本港电话公司，昨日在汇丰银行开始招股，港人前往报名认股者，极为踊跃，尤以华人为最多。"（《华字日报》，1925年12月16日）

虽然电话公司招股反应理想，但整体股市气氛仍然十分低沉。对股票市场及经纪们所面对的困难，新任港督金文泰在1925年12月19日致英国殖民地部的函件上这样说：

正如（香港股份总会主席）伯杰所说，6月股市的崩溃及俟后的停市，对股票经纪的打击极为巨大（hit very badly）。我希望这种情况不要给报纸传媒知道，以免助长广东工人的杯葛行动。（CO 129.489.57064，1925：634）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

事实上，由于罢工威胁一日未除，投资者也很难心安，而股票市场也显得虚弱无力。《华字日报》对当时的股市情况，这样描述：

> 上星期末之股份市(场)颇为冷清，因大股份经纪已呈倦态，而近日购货者多只买入少数，就以二三元一份之股份，所购入者亦不过一二百股，又无花(期)货交易，所有交易均须现款，成盘(成交盘)寥寥。(《华字日报》，1925 年 12 月 21 日)

踏入 1926 年，很多大银行如汇丰、有利、渣打等，终于从外地(尤其伦敦)调回资金，使市面上的银根稍为宽裕，至于广州传出粤港双方似有达成共识的消息，也使股市气氛稍有好转。虽则如此，在风潮一日未决、疑云一日未消的左右下，整体股市仍一直陷于胶着状态——虽然不再大跌，但也欲升乏力。《华字日报》的报道，多少也反映出当时的投资气氛。

> 据最有经验之老经纪某君言，股份之价格已跌到无可再跌，目下大抵各项股份已达到最低之限度。查股份低跌之原因：(一) 因年关在即，各人心理又不知工潮何时方能解决，故多持观望态度。(二) 从前股份已炒到至高，今日之低跌，亦基于物极必反之意义，然目下已跌到极低点，必有回头之一日。(三) 西人营业与华人迥然不相同，西人公司多持稳健主义，故目下皆主张派少些息(减少派息)，以为将来计，实则西人股份公司无大损失，有目所共见。但派息缩少，炒股份者当然缩短其股份之投资，此相互影响者也。实则香港各项股份现在无再跌之理由。查香港本年旧历年关将近，资金非常充裕，又得商业大借款之流通，使市面银根更为充裕。不过有钱者皆不敢放胆做买卖，此为普通之心理。(《华字日报》，1926 年 1 月 27 日)

事实上，在整个 1926 年，股票市场一直都是处于“买卖两闲”的半瘫痪状态之中。到 1926 年底，当广州罢工委员会宣布结束罢工的消息传到香港后，笼罩在股票市场头上的阴霾才算真正消散，而大部分股票的价格，也渐渐走出谷底(详见本章最后一节有关汇丰股价部分的讨论)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股票调查委员会与市场改革建议

正如上文提到，由于股票市场关闭日久，而公众投资者又对业界的决定和运作，怨气高涨，港督司徒拔便在1925年8月14日特别命令辅政司施勋(C. Severn)，成立一个股票调查委员会(Stocks and Shares Commission)，就股票市场所出现的巨大震荡，进行内部调查(*The Hong Kong Government Gazette*, 1925)。该委员会除了有主席施勋和常务秘书嘉里(W. J. Carrie)外，还有7名委员，他们分别为立法局非官守议员罗旭和(R. H. Kotewall)、汇丰银行大班巴路(A. H. Barlow)、香港总商会兼渣甸洋行大班贝纳德(D. G. M. Bernard)、半岛东方银行(P. & O. Banking Corporation)大班贺健士(L. E. Hopkins)、有利银行的麦天利(R. F. Mattingly)、莫臣泰罗经纪行(Moxon & Taylor, Share & General Brokers)的雷曼(E. M. Raymond)及香港股份总会前秘书梯士打(P. Tester)。至于香港股票经纪协会和香港股票及物业经纪社，则被排除在调查委员会之外，一度引起该两个会所成员的不满(*The China Mail*, 16 August 1925)。

在施勋的领导下，调查委员会曾经在8月20日及27日，9月3日、10日及17日，10月13日、16日及19日举行了8次内部听证会。被传召的人士除了有3个经纪会的代表和部分独立经纪(即不隶属于任何经纪会)外，还有社会贤达及工商界著名人士。他们计有香港股份总会的巴格林、P. M. N. 萧华，香港股票经纪协会的W. J. 劳嘉、苏佩绍和香港股票及物业经纪社的S. W. 何和费南迪思。至于独立股票经纪则有高尔特行(Gould & Co.)的高尔特(J. Gould)和拉石克地产及物业按揭经纪行(Razack Land & Estate Mortgage Broker)的拉石克(M. A. Razack)；而著名绅商则有印刷及出版商巴拉加(J. P. Braga)、华人鸦片巨商利希慎(Lee Hysan)和船政署(Harbour Department)官员麦焉美撒(C. McI-Messer)等人(*The China Mail*, August to November 1925)。

据调查委员会的分析，造成6月份股票市场大崩溃的重要原因，可以简

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

单地归纳为四项。其一是由不殷实经纪与不殷实客户进行买卖造成;其二是由不殷实经纪与殷实客户进行买卖造成;其三是由本地银行过度借贷造成;其四是因大罢工严重地影响了华人对社会稳定繁荣的看法,削弱公众投资信心引起。报告进而指出,在这四大因素的相互影响下,就算政府给本地银行颁布了延长还款令、业界宣布股票市场停止交易,以至押后结算日等,均无法阻止股市的崩溃。至于金融体系突如其来收紧借贷的举动,充其量只增加了股市的紧张气氛,但并非造成崩溃的原因。

报告上,施勋颇为辛辣地指出,股票经纪会的运作和制度,问题多多。关闭交易所的行动已属不当,经纪间积非成是的交易习惯,更是问题的核心。

> 我们对持续关闭交易所的做法表示质疑,并觉得这项决定对社会大众造成不公平……我们有理由相信,过往股票市场的运作习惯,是不健全的,就算 6 月 22 日的事件没有发生,股票市场最终也会出现严重的危机。(*Report of the Stocks and Shares Commission*, 1925: 105)

就社会人士指市场上赌博及短炒投机活动极为猖狂的指控,调查委员会则持相反态度,认为投机活动是一种很普遍的商业行为,政府很难以立法方式杜绝。委员会指出,较为有效和彻底的处理手法,是由经纪协会(即文中所称的交易所)自立规则,让会员们共同遵守(by rules made binding by them upon their members)。正是基于这种看法,委员会建议重组交易所,并修改这些交易所的内部守则,从而调控从业者的投机行为。如果经纪不肯加入交易所,政府才可考虑立法,硬性规定股票经纪的身份和资格。换言之,调查委员会认为,立法规管投资者行为的做法,只能视作是调控市场的最后手段(last resort),不应贸然实施。

由于调查委员会的着重点放在强化交易所角色,并视交易所作为监察市场行为的重要机制,因此,报告没有提出任何直接制衡股票经纪的措施。相反,就如何强化交易所职能等问题上,报告则提出十点建议。由于这些建议对股票市场日后的发展有巨大的影响,我们不妨逐点加以说明。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

(一) 建议修改交易所的《公司章程》(*Memorandum and Articles of Association*),提高新会员的入会资格。报告指出,在招收新会员时,候选人起码要获3位有名望人士的引荐。如遇新会员行为失当时,引荐人必须负上财务责任(pecuniary obligation),藉以防止滥收会员。如会员违反交易承诺,交易所应马上终止其代理人的资格,并将消息向外公布,避免不殷实经纪做出更多破坏市场的行为。

(二) 建议强化经修改后的《公司章程》。委员会认为,交易所的管理层应扮演积极监察的角色,当个别会员出现不当行为时,应迅速地进行内部调查。若遇会员违反规则,应依法作出惩处,而相关的证据和调查报告等资料,必须妥为保全,以便日后跟进。

(三) 建议严格筛选新会员。委员会认为,交易所在招收新会员时,不应只注重某人是否可以支付"买位费"(entrance fee)的问题,而应深入了解新会员的实际财务状况、个人信誉、道德操守以及工作背景等,从而提升会员的素质。

(四) 建议加强监察出市代表(authorized clerks)的行为。委员会指出,除非得到交易所管理层的批核,否则不应容许出市代表代替持牌经纪直接参与股票买卖,这样才可避免对买卖双方造成损失。

(五) 建议严格区分会员代客买卖(broking)与自买转手(jobbing)的角色,避免出现利益冲突问题。为了维护公众投资者的利益,如果会员自己买入(或卖出)股票——即自己做投资买卖,该交易必须公开,更不应收取对方(客户)的佣金。如果他们没有公开身份,对方(客户)有权拒绝该等交易而无须负上任何法律责任。

(六) 建议加强各交易所的内部管理,并尽量将会章和守则规范化。调查委员会认为,由于过往的制度欠缺规范化的管理,当交易所遇到会员与客户之间出现纠纷时,管理层既难于有效处理,调停手法往往又会受到诸多挑战,因而难以发挥应有仲裁和监察角色。由是之故,委员会要求交易所尽快将会章规则正规化、制度化,让所有会员知所适从。

(七) 建议加强对股票报价表的监察,防止有人刻意瞒骗公众。委员会指出,当前的情况是,公众投资者很难察觉股票报价表内的资料,到底是真是伪,为了防止有人从中作弊,操纵股价,委员会建议只列出真确的交易,杜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

绝别有用心的虚假报价(bogus quotation)。

(八)建议禁止会员公开售卖广告或作任何形式的商业宣传,以免影响公众投资者的立场和决定。

(九)建议加强"孖展"买卖(margin 即以押金方式作杠杆式买卖)的监察。委员会指出,会员必须向客户收取不少于 10%的押金(附加佣金和厘印费),以确保交易最终能够兑现(can honour their obligations)。至于这个最低限额的押金要求,必须随着股票价格出现变动而有所调整,以确保押金不低于 10%的水平。

(十)建议各交易所向会员收取一定数额的保证金,藉以防止部分会员因财政问题倒闭时,公众投资者可得到一定保障。

除了以上十项外,调查委员会还特别就交易所的数目以及是否需要登记股票经纪的问题,阐述他们的观点。报告指出,委员会对应否将 3 个交易会合并一事,看法颇有分歧。大多数会员认为,以当时的环境而言,如果要将 3 个交易会合并(amalgamation),困难颇大,而当时的法例又没有禁止任何人成立有限公司或会所,并从事股票买卖的规定。就算将 3 个交易会合并了,仍有可能出现其他交易所,使事情没完没了。因此,委员会只好建议将此问题暂时搁置。

事实上,委员会的看法,最后也应验了。自从 1947 年香港股份总会和香港股票经纪协会合并为香港证券交易所后,股票市场虽然是一家独大,但到了 60 年代末、70 年代初,交易所又如雨后春笋般出现,例如 1969 年的远东交易所(The Far East Exchange Limited)、1970 年的金银交易所(The Kam Ngan Stock Exchange Limited)和 1972 年的九龙交易所(The Kowloon Stock Exchange Limited)等,使港府大为震惊,并要急忙修改法例,才能堵塞漏洞,遏止了盲目成立交易所的风气。

至于是否以发牌方式监管经纪,委员们的看法也略有出入。报告指出,从原则上看,买卖股票和买卖其他商品没有多大差别,政府不应厚此薄彼,只针对股票经纪。但是,从监察的角度上看,委员们则较偏向于交由交易所负责,反对政府直接插手。换言之,多数委员会并不认同以发牌形式监管股票经纪。不过,报告同时指出,如果交易所不接受政府的建议,修改并强化交易所的角色,政府才可采取其他相关措施,强逼业界就范,否则政府应该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

以监管交易所的方式，间接规管股票经纪(*Report of the Stocks and Shares Commission*，1925)。

报告提出后，社会上的讨论颇为炽烈。有些评论指报告回避了追究责任的问题，又没找出操纵股市的幕后人士。有些评论则偏向肯定调查委员会的工作，并觉得很多建议都算合理，也能充分考虑当时的弊端，有关部门应该采纳，并尽快改革股票市场的运作。社会上的讨论虽然莫衷一是，但3个交易会则按委员会的建议宣布在同年10月24日恢复买卖，希望早日重拾投资者的信心(*The China Mail*，24 October 1925)。

可以这样说，调查报告内的大部分建议，港府都接受了，并要求业界严格执行。例如禁止经纪公开宣传(售卖广告)及修改《公司章程》，借以提升取录新会员资格及严格区分出市代表和持牌经纪的职责等。但是，也有部分建议没有即时被采纳，例如严格区分代客买卖及自买转手的建议，便一直没法落实。虽则如此，报告的具体方向，仍左右了香港股票市场的长远发展。举例说，就合并交易所的问题，3个交易便曾经进行多次内部讨论，其中香港股份总会和香港股票及物业经纪社更在1928年合并。至于剩下的2个交易所，最终也按政府的指示在1947年走上合并之路。可以这样说，无论是从短期或是长期上看，报告均对香港股票市场的发展和转变，有着深远而巨大的影响。

大罢工过后的经济及股市复苏

省港大罢工结束后，香港的经济和股票市场也逐步进入“康复”期。正如本章第一节中提到，在经济方面，罢工结束后的1926年至1929年，进出口货物及船只的数量，每年均获得可观的增长。可惜，这个“康复”期并不长，踏入1929年底，世界经济便出现了史无前例的大萧条。作为一个开放型的经济体系，香港的进出口贸易也大受打击，全年贸易总额便由1929年的36 867 745吨急剧下降至1930年的27 909 385吨(图6.1)。

在股票市场方面，受到1925年省港大罢工的影响，该年年底的公众公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

锐减9家至只有69家。这些不再在经纪会交易名单中的公司分别是：远东保险(Far Eastern Insurance)、九龙置地(Kowloon Land)、广益纺织、龙公茂纺织、扬子浦纺织(Yangtzepoo Cotton Mill)、蒸气洗衣(Steam Laundries)、香港铸钢(Hong Kong Steel Foundry)及新格兰加采矿(Single Langkat Mining)等。之后的1926年至1930年，再有半岛东方银行、华北保险、扬子保险、太子大厦公司(Prince Building Limited)、乡村置地(Rural Land)、填海置地(Land Reclamation)、香港发展(Hong Kong Development)、南洋烟草(Nangyang Tobaccos)、澳鲁加比安采矿(Ural Caspian Mining)、太古驳艇及东方纺织(Oriental Cotton Mill)等相继停止上市交易。与此同时，香港电话、山打根电力(Sandakan Light)、华人置业(Chinese Estate)、中华娱乐(China Entertainment)及新星纺织(Zoong Sing Textile)等则逆流上市，显示股票市场进入了“康复整固期”(表6.2)。

表6.2 1925年～1930年主要股票分布表

年份	银行保险	公用事业	地产建筑	采矿种植	码头货仓	酒店宾馆	船务运输	纺织制造	橡胶	其他行业	总计
1925	12	3	7	8	5	1	13	10	—	10	69
1926	12	4	7	8	5	1	12	10	—	9	68
1927	12	4	7	7	6	1	10	9	—	9	65
1928	12	4	7	7	6	1	10	9	—	9	65
1929	9	5	6	6	6	1	9	9	—	9	60
1930	9	5	6	5	7	1	9	9	—	10	61

资料来源：*The China Mail*，1925－1930

如果我们再拿汇丰银行历年股票价格的走势作一分析时，便可较为清晰地看到大罢工的震荡及俟后康复的情况。省港大罢工之前，汇丰银行的股票已升上1 300元的关口(*The China Mail*，30 May 1925)，之后则急跌至1 000元的关口。复市初期，由于大罢工问题仍悬而未决，股价仍颇为低迷，该年年底，股价仍没有太大突破，继续在1 000元关口徘徊。随着风潮过去及经济复苏，股价才由低位辗转回升至1926年年底的1 120元。由于经济持续改善，到1927年年底，股价升上1 152元。之后的1928、1929及1930

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年年底，股价更分别急升至 1 305 元、1 330 元及 1 760 元（图 6.2）。

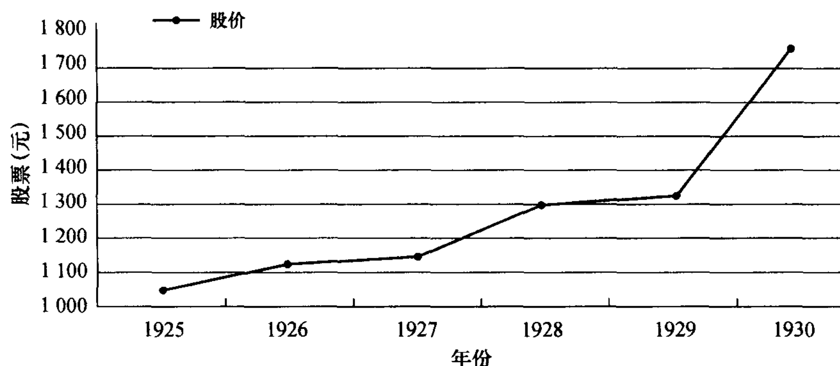


图 6.2　1925 年～1930 年汇丰银行股票价格转变

资料来源：*The China Mail*，1925 - 1930

正当香港股市正逐步走出低谷之际，美国股市却发生了巨大风暴，并牵连全球。自 1929 年 9 月份起，美国的股票市场已因过度投机炒作而累积了大量买空及沽空盘，并在部分机构投资者沽货离场推动下而渐见滑落。到了 10 月中旬，市场更因沽盘大增而出现抛售潮。之后，跌势仍然未止。到了 12 月 24 日，市场更因负面传闻而出现恐慌性抛售，加剧了股市的跌势，形成一个所谓“1929 年大股灾”，使大小股份跌个四脚朝天。美国股票市场的这场巨大风暴，很快便蔓延至欧洲各国，并在英、法、德等国造成强烈震荡，形成世界性的经济大衰退（彭迪先，1948）。

股票市场与银行体系就如一对孖生子，当其中一环受到打击时，另一环也很快会受到拖累。在银行收紧信贷而市场资金紧绌的情况下，企业营运成本必然增加，而消费信心则会受到削弱。在消费信心疲弱而企业运作又呆呆滞滞的情况下，整体经济的发展必然萎缩，至于企业倒闭及失业率飙升，又会随之而至，形成一个所谓“恶性循环”（vicious cycle）。

当华尔街股市在 1929 年底发生风暴时，香港的股市免不了受到冲击。不过，由于省港大罢工及施勋的调查报告后，股市仍未完全康复，买卖未见活跃，加上业界及政府加强了监察，炒作及借贷买卖并不多见，使香港股市受到冲击的幅度没有像欧洲市场那么大。据年老一辈股票经纪的回忆，虽然部分股份的价格曾经出现一些波动，而个别经纪也收紧了买卖，但基本运

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

作仍没太大改变。举例说，汇丰银行的股价便继续保持强劲升势。正因香港股票市场受到的冲击没有想像般大，有投资者及经纪甚至以为香港的股票市场不受外围因素干扰（*Stock Market Artifacts and Archives Collection*：*Oral History*，1997）。

事实上，由于香港乃开放型经济，美国股灾发生初期，虽没立即受到波及，但俟后的冲击则逐渐浮现，甚至给整体金融体系带来了一定影响。举例说，由于出口贸易萎缩而拖累整体经济表现，到了1930年，香港金融体系终于出现连锁性的银行挤提风潮。6月初，有华资银行先传出投资失利的消息。之后的7月3日，工商银行宣布倒闭，使存户颇为恐慌。到了12月8日，万国宝通银行也因传闻美国总公司出现财政不稳而发生挤提事件（汤开建、萧国健、陈佳荣，1998）。概括而言，到了1930年下半年，在经济衰退及连串银行风潮的打击下，股票市场的投资信心也变得愈来愈审慎。由于交易日渐疏落，大部分股价均表现得呆呆滞滞。

结　　语

从一个较为宏观的角度上看，1925年至1926年间发生的省港大罢工，可说是对港英政府的行政管治、经贸制度以至股市运作等的一次重大挑战。在大罢工的报告书中，罗旭和便有十分详细的分析。他指出，在处理罢工问题上，港府的应变策略，虽有不足之处，但基本上也达到“迅速、高效”的目标，而各部门的配合和协调，也令人满意。在经贸制度方面，港府能掌握的部分，基本上尚算令人满意。举例说，就算在风潮最炽烈时期，本地粮食的供应，便一直保持充裕，就算是一些日常必需品，基本上也不致缺乏，只是一些日常服务如清洁、运输、饮食、邮递和通讯等较为不便罢了。至于那些没法掌握的部分，则明显差强人意，尤其是危机应变、善后处理及疏导民情方面，更加做得不够细致，值得有关部门作出检讨（Kotewall，1925）。

虽然行政管治和经贸营运能勉强通过考验，但股票市场的运作，却多少给人进退失据、反应迟钝的感觉。在调查报告中，施勋对业界的批评虽然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

"点到即止",但却提出了若干具体而实际的建议,要求股票经纪跟从,借以扭转歪风。至于这些建议,说得明白一点其实便是要求经纪自律,以免身份和利益出现冲突,至于个人参与的炒卖活动,更要完全避免。

另一点值得注意的,是促使港英政府调整其拉拢华人精英的政策。在大罢工报告书的引言部分,罗旭和问了一个值得统治者深思的问题:

> 为什么不论是有识之士或普罗市民——当中包括任职于政府机关如邮政署(Post Office)、船政署(Harbour Department)和洁净署(Sanitary Department)人士——会突然离开他们的工作岗位,并冒着失去工资、长俸,以至个人前途等风险,加入罢工行列呢?(Kotewall, 1925: 3)

虽然港英政府片面而牵强地将问题归咎于"布尔什维克分子的煽动"(Kotewall, 1925; CO 129. 488. 29005, 1925),但却无法掩饰一直以来歧视华人、漠视普罗市民疾苦的施政失误。

事实上,自从较同情华人处境并率先吸纳少数华人精英以平衡欧人势力的第八任港督轩尼诗离去后,继任者虽然仍保持笼络精英的策略,但往往将之视作政治装饰,有名无实,而普罗市民的声音,更鲜能影响港府的施政。省港大罢工发生后,高高在上的统治者才惊觉市民的怨气,原来已是那么强烈了。由是之故,自从对华人文化和历史有深厚认识的金文泰上台后,便仿效轩尼诗的作风,重新包装"精英吸纳"的政策,加强与华人社会对话,借以疏导民愤。

金文泰一方面委任声隆誉显的华人贤达进入行政局和增加立法局内的华人议席;另一方面则提升华民政务司的职权、支持新界乡民成立乡议局和在香港大学增设中文系,并改善过去歧视华人、忽略华人社会和文化的恶习。平心而论,港英政府这些重大的政策转变,不但能逐步抚平罢工工人的伤痛,又能提升本身的管治水平,对香港社会日后的壮大和成长,举足轻重、意义深远。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第七章

战云密布与日侵灾难

省港大罢工结束后，香港曾经出现一段短时期的繁荣。可惜，自踏入1930年起，香港的经济环境又在风雨飘摇的外围局势带动下，逐渐变得起落不定、反复无常。第一个重大外围冲击来自世界经济衰退。自1929年年中起，欧、美等国家先后出现投资不兴、消费不振的现象，使世界整体经济日见萎缩。至于香港的经济，也在这种不景气氛的世界经济格局中逐步由盛转衰，进出口贸易更是大比率的下跌。

第二个重大外围冲击来自中国大陆。1931年9月，中国东北部传来日军因侵占东三省而发生“九一八事件”的消息，显示日本军国主义者气焰高涨，并已立心以侵略的手段攫取中国领土。大约4个月后的1932年1月28日，又传来上海市民因抗议日军侵占东三省与日人冲突而引发日军围攻上海的“一·二八事件”，行动进一步暴露日军侵华的野心。在强邻虎视之下，中国的局势也变得动荡不安、岌岌可危。

受到世界经济衰退与中国局势日渐不稳的双重打击下，香港的经济发展和股票市场也显得危机四伏、暗涌处处。正如前文所说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

香港这种开放型的经济体系,是很容易受外围力量所冲击的,至于股票市场更是很难摆脱不明朗因素的干扰。事实上,当投资者意识到世界经济和中国局势将变得愈来愈难以预测时,他们的投资行动,也会变得格外小心和谨慎,而股票买卖则转趋淡静和不活跃。

自 1931 年至 1945 年这 15 年内,香港经济和股票市场的发展,可谓举步维艰、障碍重重。最初 10 年内,虽然仍可在波谲云诡的外围局势下左右逢迎地勉强经营,但俟后的 5 年则已没法摆脱日军的摧残和破坏,并陷入全面停顿的境地。下文且让我们先谈谈战云密布时期的社会、商业和股票发展,之后再分析日占时期的具体情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

沦陷前的香港经济

沦陷前的香港经济，基本上可分为两个截然不同的发展时期。第一个是 1931 年至 1935 年世界经济大萧条时的“衰退期”，第二个则是 1936 年至 1941 年中国战火弥漫时的“假繁盛期”。在讨论这两个不同时期的经济发展之前，让我们先就本书所引用的贸易统计数字转变，作出一点澄清。

在 1930 年或以前，我们沿用政府在 *Historical & Statistical Abstract of the Colony of Hong Kong 1841 -1930* 一书中所提供的统计数据，作为分析香港经济整体表现的圭臬。但是，自踏入 20 世纪起，这些数据已明显无法全面而切实地反映香港的经济成长和社会状况。事实上，自 1931 年起，政府统计数据的报告形式，也略有改变，进出口贸易数字中大多列出总金额，而进出口吨数和船只数量这两项传统数据，很多时已被删去了。

我们认为这种转变是具有正面意义的。自第一次世界大战结束后，船只载重已出现明显的转变，载重大的与载重少的船只，相差十分巨大。因此，以船只进出香港的多少作为统计的数据，已很难反映贸易的真实情况。据陈向元的描述，华商所拥有的船只，平均承载重量(载重)往往较英、美、日等船只低很多。举例说，中国船舰每艘的平均载重只有 471 吨，但英国的船舰则平均可达 1 517 吨；日本和美国的更甚，分别为 2 666 吨和 5 071 吨(陈向元，1932)。换言之，华人船只的载重，只及美国船只的十一分之一。其次，货物的吨数也较难反映货物的真正价值。举例说，一些柴、炭、煤和日常用品的价值，往往便较纺织品、皮革和机械设备等为低。也即是说，如若单从船只进出口的数量和货物的吨数上看，我们已很难掌握贸易的真实表现了。

在 1930 年至 1940 年这 10 年内，香港的经济可说是大起大落、转变急剧的。就以进出口贸易为例，最初 5 年(1930 年至 1935 年)是不断的下跌，继后的 5 年(1936 年至 1940 年)则持续上升。导致香港进出口贸易在最初 5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年持续下降的主要原因，是世界经济大萧条。正如上一章提到，自踏入1929年起，世界经济便出现自第一次世界大战结束以来最大规模的衰退。受到这个重大外围因素的影响，香港的进出口贸易也不停下滑。举例说，在1931年，香港总进出口贸易货值为12.79亿元，1932年下降至10.96亿元。之后的1933年、1934年及1935年更分别下降至9.01亿元、7.41亿元及6.37亿元（*Hong Kong Trade and Shipping Returns*, 1931－1935）。换言之，在这5年内，年均下降率高达10.04%。

踏入1936年后，情况开始出现明显的转变。导致这种重大转变的原因，主要有三个：其一是世界经济逐步走向复苏，其二是香港加入英联邦的特惠税协定，其三是日军向中国发动大规模侵略促使大批国内企业和商人涌到香港避难，并间接带动香港的经济发展。可以这样说，在这三大因素的相互刺激下，自1936年至1941年年底日军攻占香港前，香港的经济出现了一片“前所未有、欣欣向荣”的“畸形繁华”景象。

首先，让我们从世界经济逐步走出谷底谈起。经历过长达5年的衰退期后，到了1933年中，世界经济终于露出曙光。首先走出经济萧条阴霾的是德国。在希特勒（A. Hitler）狭隘国家社会主义（National Socialism）政策的鼓动下，德国经济逐步走出衰退的谷底，而美国的经济也在罗斯福（F. D. Roosevelt）“新政”（New Deal）的刺激下渐渐康复。到了1935年，罗斯福政府进一步落实“新政”的扩张式政策，使该国经济迅速复苏起来。在这个复苏动力的影响下，英国、法国、西班牙和荷兰等欧洲各国的经济，也相继摆脱衰退及积弱不振的困局（Hall & Ferguson, 1998）。

受到这股世界经济复苏和外需增加的刺激下，香港的进出口贸易也急速反弹。举例说，在1935年，香港的出口总值只有2.71亿元，翌年已上升至3.51亿元，1937年、1938年及1939年，更进一步上升至4.67亿元、5.12亿元及5.33亿元，到1940年，更跃升至6.22亿元，增长幅度颇为惊人（*Hong Kong Trade and Shipping Returns*, 1935－1941）。

第二个加速香港经济康复的元素，是英联邦特惠税协定。1932年，在伦敦政府的倡议下，英联邦各成员国在加拿大的渥太华通过了一个特惠税协定。根据该协定，凡采用英联邦成员国五成或以上的原料和劳工所生产的货品，可在联邦成员国的市场上自由出售，并享有特惠税的待遇。作为英国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

统治的香港,也在1934年加入该协定。按新协定的规定,本地生产的货品,不但可以在香港内销,更可以输出到联邦成员国。也即是说,香港的“本地”市场,已大大地扩张了。在这个制度的带动下,香港的进出口贸易也迅速上升,表现十分突出(林友兰,1980)。

另一方面,新制度也改变了香港的经济结构。简单地说,由于缺乏生产原料和内需市场,香港的经济一向只依赖进出口贸易,工业发展则乏善足陈。在新协议的框架下,香港可以从其他联邦成员国(地区)输入原料,然后在香港生产,至于生产后的制成品,则可以向成员国输出。也即是说,在新协议下,整个原料输入、生产、向外倾销的过程,丝毫不受贸易保护、关税和进出境检查等贸易障碍所干扰。这种做法,无疑将所有英联邦成员国(地区)变成香港的原料供应地和货品销售场,对本地工业的扎根和发展,有着十分重要的作用。事实上,在这个新政策的影响下,制造业逐渐变得有利可图,很多原本只集中在进出口贸易的资金,也被吸引到工业生产上。这个转变,替战后香港工业的迅速发展,打下重要的基础(刘蜀永,1998;张丽,1997)。

第三个加速香港经济发展的因素是大量企业家和资金由大陆汹涌到港。1937年7月7日,日军终于按捺不住其侵略者的狼子野心,并藉“卢沟桥事件”挥军侵华。由于日军蓄谋已久,加上武器远较中国军队精良,战争爆发不久,东北地区如北平、天津、张家口、保定和太原等地便迅即落入日军之手。大部分难民向华中、华南一带逃亡。日军得势不饶人,再分精兵袭击上海,与国军展开激战。可惜,不出3个多月,上海也因敌不过日军的猛烈攻击而陷落。上海一破,无锡、江阴、南京等地也相继遭受日军铁蹄蹂躏,国民政府被逼退守重庆(张玉法,1988)。受战争影响,大批难民再向华南、西南等地流徙。这时,作为英国统治的香港,却能暂保安宁,很多华中、华南一带的企业家便携同家人、资金涌到香港,而香港也摇身一变而为资金和难民的避难所。

1938年10月21日,广州陷落。5日后,宝安及深圳也相继失守。由于日军直逼香港边界,广东一带难民也大规模地涌到香港。至于这次难民潮移入速度之快,数目之多,更是前所未有。据港府统计,在1935年,全港共有人口966 341人,1937年、1938年及1939年分别增加至1 281 982人、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1 478 619 人及 1 750 256 人。到 1940 年年底,更上升至 1 812 893 人。

由于日军在 1941 年初将枪头瞄准香港,部分港人为怕战火吹袭香港而偕同家人逃到澳门及湛江等地,使香港的人口稍为下降。同年 3 月,香港的总人口为 1 639 337 人(《香港年报》,1935—1941 年)。可以这样说,在短短的 6 年内,香港的人口已增加了接近七成,人口数量增加之大,创香港开埠以来的纪录。从生存和社会稳定的角度上看,这种过于急速而巨大的人口增长,不但给香港的粮食供应带来沉重的压力,使米价不断上升(郑宏泰、黄绍伦,2005),也使香港的就业、住屋、卫生、医疗、治安和教育等问题,日趋严重。

1939 年 9 月,英国向德国宣战。作为英国统治的香港,也追随英国宣布进入战争状态。除了搜捕侨居香港的德国人并将他们拘禁在喇沙书院外,又没收并接管了那些在香港经营的德国企业,而曾经在第一次世界大战时遭港英查封而战后重开的捷成洋行(Jebsen & Co.)则是香港其中一家被接管的老牌德资企业(England, 1998)。其次,港府又加强控制港口和船只的进出,提升境内外的军备,以防敌对势力的破坏和袭击(汤开建、萧国健、陈佳荣,1998)。

受到以上三大因素的影响,香港的经济也因大发“战争财”而由弱转强,进出口贸易更出现显著而急剧的增长。举例说,在 1936 年及 1937 年,进出口货物总值便分别上升至 8.03 亿元和 10.84 亿元。受到日军势力迅速蔓延至华南地区的影响,1938 年及 1939 年的进出口贸易也略为放缓,分别是 11.30 亿元及 11.28 亿元。但是,到 1940 年又急速增长,达 13.75 亿元(图 7.1)。也即是说,在这 5 年内,进出口贸易的年均增长率高达 23.17%,增幅同样十分惊人。

从上文的数据中,我们可以看到沦陷前的香港经济,受外围因素的影响最为巨大,至于整体经济上的表现,也颇为大起大落。事实上,香港的经济格局一直都是如此。由于香港乃开放型的经济体系,对进出口贸易的依赖均一直有增无减,本身更没有扎根而具规模的制造工业。因此,外围局势上的一些风吹草动,很快便会拖累并左右本港经济发展的步伐,而香港可以作出的反应,除了以灵活的态度,配合随机应变、见机行事的处事作风外,似乎也别无他法了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

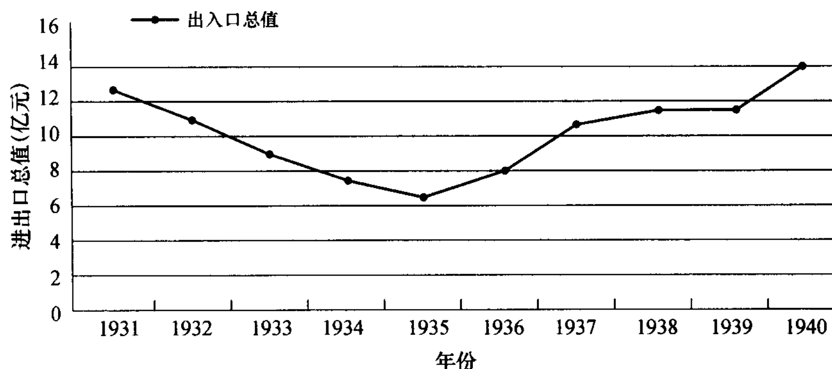


图 7.1　1931 年～1941 年香港进出口贸易总值

资料来源：*Hong Kong Trade and Shipping Returns*, 1931－1941

沦陷前的股票市场

日军侵华之前，香港股票市场的发展颇为跌宕。30 年代初，在出口贸易急速萎缩的拖累下，香港的经济虽然暮气沉沉，但股票市场却给人“一枝独秀”的印象。理由很简单，当美国及欧洲等外围股市跌个四脚朝天之时，香港的股市则只轻微下滑，这已是极为少见的现象。不过，这种格局维持不了多久，到了 30 年代中期，在整体经营环境每况愈下的影响下，股市也显得疲不能兴。

中日战争爆发后，虽有资金流入香港，但初期以买卖黄金、外汇为主，对股票市场的刺激不大。之后，由于英国与德国形成对峙局面，并在 1939 年 9 月正式宣布开战，香港的投资气氛变得更加低沉。进入 1940 年，在游资的带动下，股票买卖才稍为变得活跃一点。可惜，这段时期极为短暂。随着 1941 年年底日军入侵香港，香港的经济、社会及股票市场也陷入了前所未见的困难境地。

正如第六章中谈到，当 1929 年美国及欧洲等股市陷入困境之际，香港的股市变动不大。正因为香港的股市相对稳定，故在 1931 年至 1934 年间，有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为数不少的企业尤其是马来亚、马尼拉及南美洲等矿产股陆续涌到香港，希望筹集资金、拓展业务。举例说，在1931年，分别有奔奇勘探（Benguet Exploration）、委内瑞拉金矿（Venezuela Goldfield）、南华企业（South China Enterprise）和中华农业（China Agriculture）等企业相继在香港挂牌。

到了1932年，再有美东财务（American Oriental Financial Corporation）、华人财务（Chinese Financial Consortium）、国际保险（International Assurance）、城市置业（Metropolitan Land）、亚洲置业（Asia Realties）、中华置业（China Realties）、上海永安纺织（Wing On Shanghai Textile）、中华体育（China Sports）、华夏公司（Wallace Harpers & Co.）、澳门快船（Macao Greyhound）、联合剧院（United Theatre）和香港永安公司（Wing On Hong Kong）等陆续挂牌，使公众公司的数目上升至76家（表7.1）。

表7.1 1931年～1941年主要股票分布表

年份	银行保险	公用事业	地产建筑	采矿种植	码头货仓	酒店宾馆	船务运输	纺织制造	橡胶	其他行业	总计
1931	9	5	5	7	7	1	10	10	—	11	65
1932	12	5	8	7	7	1	11	10	—	15	76
1933	12	5	8	13	7	1	11	10	—	13	80
1934	12	5	9	16	7	1	11	10	—	12	83
1935	11	5	7	16	6	1	10	9	—	8	73
1936	10	5	7	19	6	1	5	9	—	8	70

资料来源：*The China Mail*，1931－1936

承接着1932年企业上市成风的余威，1933年的营商环境仍颇有生气。举例说，在该年的3月3日，以林炳炎、何善衡、梁植伟、盛春霖等为首的恒生银行（Hang Seng Bank）便宣布开业，为市场注入一股全新的竞争力量。4月9日，以伍宜孙为首的永隆银行（Wing Lung Bank）也宣布投入服务，至于由邓肇坚及雷瑞德牵头的九龙巴士（Kowloon Motor Bus），也在同年宣布创立，为九龙半岛及新界地区提供专利的公共交通运输服务。由于市场气氛不错，该年亦有安图武采矿（Antamok Mining）、巴拉图采矿（Balatoes Mining）、碧瑶金矿（Baguio Gold Mines）、白伟志采矿（Big Wedge Mining）、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

克里克金矿(Gold Creek Mining)、宜保采矿(Ipo Mining)、意图高矿业(Itogon Mining)等数家采矿企业挂牌,为香港的股市增添不少热闹气氛。

对于香港股票市场的发展而言,1934 年具有一定意义。该年,香港股份总会在中环雪厂街的香港交易所大楼正式投入服务,为日后的业务发展奠下了重要基础。虽然新交易所大楼落成,但市场的买卖气氛则明显由强转弱。就以新挂牌企业的数目为例,该年只有金河采矿(Gold Rivers Mining)、沙拉哥采矿(Salacots Mining)和惠保打桩(Vibro Piling)等 3 家而已,至于股票的价格,更是跌多升少,令大部分投资者颇为失望。

1935 年则是香港银行及股票业的"多事之秋"。一踏入 1935 年,嘉华储蓄银行便因经营失利而传出财政不稳的消息,并引起存户挤提,受到事件的冲击,银行最终需要停止营业。到了 9 月份,先有商业银行因财政问题而宣布停止营业,接着又有香港广东银行总行被逼进行业务重组,连串事件引起公众人士对香港银行监管制度的忧虑和关注(汤开建、萧国健、陈佳荣,1998)。

在股票市场方面,承接着 1934 年的跌势,年初开始,很多股份的价格已显得软弱无力。之后,受到经济疲弱及银行体系不稳等负面消息的拖累,市场沽盘涌现,令大部分股票的价格急速滑落。就以汇丰银行的股票为例,1 月底略为跌穿 1 600 元的关口,收 1 540 元,2 及 3 月份则分别下跌至 1 380 元及 1 295 元。到了 4 月份,跌势更剧,该月月底,股价跌穿 1 000 元的心理关口,报收 975 元。在短短 1 个月内,股价跌去了接近两成半(24.7%)。跌势之大、之速,与股灾时期的急剧震荡没有太大分别。

进入 5 月份,股市跌势稍止,并在月底回升至 1 015 元,算是重上 1 000 元的心理关口。6 至 9 月份是股市的整固期,在这 4 个月内,股价一直在 1 000至 1 050 元之间上落徘徊。踏入 10 月份,股价才摆脱弱势,并在年底迅速反弹至 1 580 元,算是收复失地(*The China Mail*,1935)。由于该年的股市表现差强人意,截至 1935 年底,分别有亚洲置业、南华企业、中华农业、美东财务、华人财务、联合戏院、香港奇趣(Hong Kong Amusement)、华夏公司和中华体育等多家企业停止挂牌,使公众公司的数目大幅而急速地下降至只有 73 家(表 7.1)。

由于 1935 年的升幅过大,1936 年 1 月份的股市略为回落。之后则因观

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

望气氛浓厚而显得呆滞,一直至该年的10月份,才获得较为显著的升幅。乘着1936年股市急速反弹的时机,一些与采矿相关的股份大举涌到香港,希望筹集资金,拓展业务。这些公司分别有环球勘探(Universal Exploration)、联合巴拉采矿(United Paracale Mining)、苏育采矿(Suyoc Consol Mining)、联合矿务(Consolidated Mines)、生苗采矿(San Mauricio Mining)及巴拉加玛采矿(Paracale Gumaus Mining)等。

虽然仍有采矿公司陆续到港上市,但某些早前挂牌的企业如金河采矿、上海勘探(Shanghai Exploration)、克里克金矿、威廉包威公司(William Powell & Co)及澳门快船等则先后被剔除出股份报价牌之外,显示部分企业在股市及经济起伏无定的环境下,表现未如期望。在上市与除牌之间,该年的公众公司数目,进一步减少至70家(表7.1)。

可能是编辑方向的转变,从1937年开始,一直大幅报道股市动向的《中国邮报》,不再巨细无遗地列出所有股份的价格、买卖及派息等资料,改为选择性地报道那些获得成交的股份及价格。由是之故,我们便失去了追踪整体股市变化的资料,实在可惜。从那段时期每次刊登的股份只有零星数家的情况上看,当时的股票买卖已处于交投疏落、呆呆滞滞的地步了。

1936年底"西安事变"戏剧性地结束后,国共两党基本上达成一致抗日的协议。另一方面,一直等待国共相争再伺机侵略的日本军国主义者则明白到如意算盘打不响,因而调整策略,计划以速战速决的方法侵略中国(郭廷以,1979)。就在中、日两国剑拔弩张的时候,某些预期战争快将爆发的商人,乃陆续将资金调到香港,分散自己的投资风险,令1936年底至1937年初的香港股市交投变得较为活跃。举例说,在1936年底,汇丰银行的股价为1 750元,1937年1月中已升穿1 800元,到3月底及4月底,再分别攀升至1 855元及1 860元。到了6月底,更进一步上升至1 980元,走势可算凌厉。

1937年7月7日,日本军国主义者终于以士兵失踪为由对中国发起大规模的侵略战争。受到这个消息的影响,大部分股份的价格均应声下滑。举例说,汇丰银行的股价便由7月初的1 985元迅速滑落至8月底的1 430元及9月底的1 535元。到了10月底及11月底,才出现一些技术反弹,并分别回升至1 575元及1 585元。所谓"祸不单行",当市场仍在消化日军侵华消息之际,美国股市则因罗斯福政府计划通过反垄断法而引致股市大跌,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

令香港股市雪上加霜，而投资气氛也变得更加审慎。结果，汇丰银行的股价也回落至年底的 1 480 元(*The China Mail*, 1937)。

由于日军有备而来，加上武器优良，战争爆发不久即夺取了华北、华中及华南等大片土地。为防战争的掠夺和破坏，部分内地银行陆续涌到香港。举例说，单在 1938 年的 1 年内，便分别有中央银行、国华银行、中国国货银行、南京银行及聚兴银行等跑到香港设立分行或办事处，维持基本业务运作(汤开建、萧国健、陈佳荣，1998)。

在战火不断蔓延、难民不断涌入而社会又愈来愈紧张的影响下，股票市场也很难有突出的表现。就以汇丰银行的股价为例，1938 年 1 月底，股价报收 1 485 元，2 及 3 月底分别上升至 1 555 元及 1 560 元，到了 4、5 及 6 月份，股价略为回落，但仍维持在 1 500 元的水平。从 7 月份起，股价便由 1 510 元反复下跌至 8 月底的 1 445 元、9 月底的 1 440 元、10 月底的 1 380 元及 11 月底的 1 340 元。到了年底，市场出现一些技术性反弹，并将股价推上 1 425 元的水平(*The China Mail*, 1938)。

当很多香港人正在为着中国的战乱而忧心忡忡之际，欧洲的烽烟也迅速蔓延，使居港的欧人社会大为紧张。到了 1939 年 9 月 3 日，英、法两国终因德国入侵波兰而宣布与之开战。作为英国的其中一个统治地，香港也进入了备战状态。由于前景不明朗，投资者也变得格外小心，至于成交量则进一步萎缩。从汇丰银行股价的走势上，我们多少可以看到当时暗淡的景况。举例说，在 1939 年的 1 月份，股价仍在 1 350 元之间徘徊，变化不大。2 月底略为上升至 1 405 元，3 月份则稍为回落，至于 4 月份起则转跌为升，并辗转爬升至 7 月底的 1 525 元。之后，受英国快将与德国开战的影响，股价迅即回落至 8 月 31 日的 1 270 元。之后，由于英、德并没如声明中动起“真格”来，股价也在 10 月中稍为企稳，并反复回升至该年年底的 1 330 元(*The China Mail*, 1939)。

事实上，一向老谋深算的英国，虽然已向德国宣战，但一直是“只说不做”。虽然英、德两国在 1939 年没有真的“打起来”，但是，踏入 1940 年，很多人都相信该年的政局不会好到哪里去。受到前景朦胧不清的影响，很多投资者都显得格外小心，不敢贸然买卖。由于交投淡静，在 1940 年的上半年，很多股票的价格均没有多大变化。就以汇丰银行为例，4 月底前一直只在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1 330元至1 360元之间窄幅地上上落落。

到了该年的5月10日，纳粹德国终于按捺不住自己的野心，挥军入侵法国，英、法两国联手对抗德国的战争也真正爆发。受到千里之外政局急转直下的影响，香港的投资者大为紧张，至于社会的人心也显得颇为浮动。在那个动荡的时刻，一直被视作是"资金避难所"的黄金及美钞，则在需求大增的刺激下，令其价格屡创新高，间接令港币大幅贬值。受货币大幅贬值及政治前景不明的影响，普罗市民也变得生活困难、朝不保夕。

6月中，巴黎落入德国之手，英国迅即变成下一个攻击目标。不出所料，到了7月中，德国战机成群而出，希望以迅雷不及掩耳的强大空中力量震慑英国。不过，德军的进攻遇到英国皇家空军的顽强抵抗，并展开一场史无前例的空中激战。9月初，德国空军曾经一度飞抵英伦三岛的上空，直接威胁伦敦。当这个消息传到香港时，港英政府及上层社会极为震撼，而汇丰银行的股价则在该月月底跌穿1 200元的心理关口（*The China Mail*, 29 September 1940）。

由于英国空军一面拼死抵抗，一面反攻柏林的战略奏效，并成功地瓦解了德军的攻势，希特勒政府最终搁置了进攻英国的策略，改为攻打苏联（即现在的俄罗斯）。受到这项消息的刺激，有个别投资者趁低吸纳部分有潜质的股份，使交投量略为增加，至于汇丰银行的股价也逐步由历史低位回升至11月底的1 315元及12月底的1 380元（*The China Mail*, 1940）。

1941年是香港开埠100年的日子，在外围政局动荡不安的影响下，港府只是十分低调地私下举杯庆贺，其他庆祝则一切从简。事实上，不但欧洲战火连天，香港的局势也日渐不妙。由于日军不断在深圳边界增兵，港府已意识到战事一触即发。在增强防备、控制海陆边境及大量储存战略物资外，港府又在同年7月26日颁布《金融紧急条例》（*Financial Emergency Ordinance*），冻结日本机构在港的资产，严防战事爆发（汤开建、萧国健、陈佳荣，1998）。

在政局不稳的影响下，股价虽略有上升，但交投则极为疏落。就以汇丰银行的股价为例，8月份前，股价一直在1 300至1 360元之间徘徊，上落不大。8月份起，市场买盘增多，令股价升穿1 400元水平，并达10月底的1 485元水平。之后，因香港局势愈来愈不明朗而略为回落至11月底的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1 430 元。日军侵港前夕，股价一直维持在这个水平，变动不大（*The China Mail*，1941）。事实上，由于买卖不多，自 11 月份起，报纸往往以“买卖呆滞、股市不振”、“股市仍无起色”、“股市仍处逆境”、“股市欠灵活”或“股市转沉寂”等词语，来描述战云密布、山雨欲来前外张内弛而又寂静得让人窒息的市场气氛(《星岛日报》，1941 年 11 月 7 日至 1941 年 12 月 6 日)。

当港英政府在 1941 年 11 月 7 日颁布战时紧急法令时，股票市场虽没有同时宣布停市，但交易情况已显得十分疏落了。据前香港证券交易所(俗称“香港会”）主席施玉莹(F. R. Zimmern) 的回忆，当日军在边界结集大军而港府又宣布进入紧急戒备状态之时，很多较为年轻的股票经纪已被征召入伍，至于较为年老体弱的经纪，也被编入英国辅助兵团（British Army Aid Group)。正因如此，这个时期的股票市场，基本上已停止运作，只有极少数股份仍有交易（*Stock Market Artifacts and Archives Collection：Oral History*，1997)。

长久以来，由于汇丰银行股价的变动与香港股市的整体表现颇为一致，因而被看作股市发展的重要指标。正因如此，我们不妨将这段时期的股价走势列出，作为分析整体市场表现的一些依据。正如上一章中谈到，自省港大罢工后，汇丰银行的股价便由 1925 年 10 月底的谷底(每股约为 1 000 元)不断回升至 1930 年底的 1 760 元。到了 1931 年及 1932 年，股价才略为回落至 1 745 元及 1 685 元，反映美国股灾的冲击没有想像中大。1933 年，由于整体投资气氛转好，汇丰的股价也反弹至 1 835 元。之后的 1934 年及 1935 年，股价又跟随经济环境转差而反复回落至 1 630 元及 1 580 元。1936 年，因资金由大陆涌入，市场略趋活跃，股价也一度反弹至 1 750 元。

1937 年至 1939 年间，受日军侵华及英国向德国宣战负面消息的影响，汇丰的股价由 1936 年的 1 750 元反复回落至 1937 年的 1 480 元、1938 年的 1 425元及 1939 年的 1 330 元。当战争处于胶着状态而大量资金又陆续由大陆涌到香港时，股市在 1939 年后也变得较为活跃一点。在买盘增多的推动下，汇丰的股价才辗转由 1939 年的 1 330 元回升至 1940 年的 1 380 元及 1941 年(截至 12 月 6 日）的 1 460 元(图 7.2)。概括地说，从这段时期整体股价的走势上看，自 1929 年的环球股灾起，香港的股市虽然没有即时跟随外围而大幅下跌，但基本上也陷入跌多升少、反复下滑的“熊市”格局了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

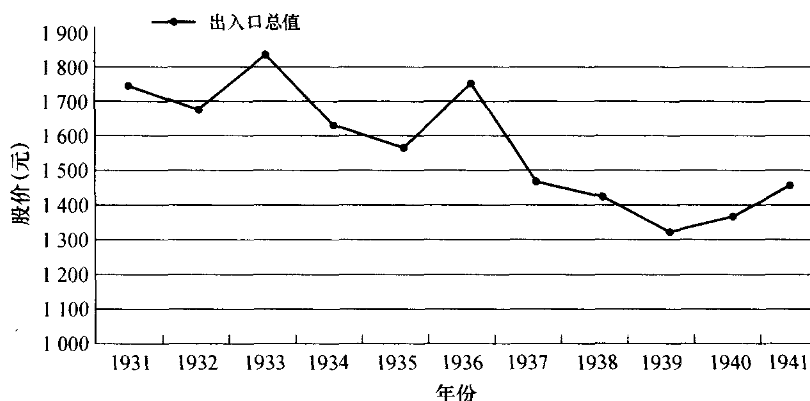


图 7.2　1931 年～1941 年汇丰银行股票价格转变

资料来源：*The China Mail*，1931 - 1941

日军入侵香港的经过

1941 年 1 月 25 日是英国占领香港 100 周年的日子，原初港府也有计划"庆祝"一番。但是，在世界局势不稳而英国又处于战争状态的情况下，港府只好象征式地开开酒会，低调地纪念一下而已(*The China Mail*，26 January 1941；汤开建、萧国健、陈佳荣，1998)。事实上，自 1939 年 9 月 3 日因英国向德国宣战而进入战时状态后，香港的社会气氛便变得颇为紧张起来。另一方面，港英政府也逐渐意识到日军的直接威胁。虽然日方一再强调对香港没有野心，但自 1941 年起的多番不寻常调动，早已惊动港英的高层，并认定日军已对香港存有非分之想，战事一触即发。由是之故，港府从那时起已提高军事警觉，防止日军侵袭(日本防卫厅防卫研究所战史室，1985)。

1941 年 8 月 6 日，军人出身的杨慕琦(M. Young) 抵港履新，接替任满离港的罗富国(G. Northcote)，成为香港第 21 任港督。有鉴于日军不断向深圳边界增兵，港府在 1941 年 11 月 7 日颁布战时紧急法令，要求全体军民提高警觉，作好准备，提防日军突然入侵。月底，英军司令部再发出"日军即将进攻香港"的战斗警告，政府内部已十分紧张(谢永光，1995)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

到1941年12月5日，日军第23军司令酒井隆亲临深圳，并在边界集结了6万精兵，准备随时入侵香港。得悉日军的异常调动后，港府在12月7日宣布香港进入紧急状态。同月8日，酒井隆正式下达侵占香港的命令，并在该日早上8时30分，派出空军轰炸香港启德机场及一些重要交通和军事要塞，以迅雷不及掩耳的速度控制了香港的领空（日本防卫厅防卫研究所战史室，1985）。

同日，杨慕琦宣布英、日两国开战，并接管日驻港领事馆和日资机构。与此同时，酒井隆再以陆军为主力，分东、西、中三路从深圳边界向新界进侵。西路出落马洲，采迂回路线，闯入凹头，再包抄至石岗，过大帽山，直指荃湾；东路由沙头角沿小路向南石坑而入大埔头，再沿吐露港朝英军防线推进；中路则从罗湖经粉岭，再循大埔公路南下，直逼英军设于城门谷的防线（日本防卫厅防卫研究所战史室，1985；关礼雄，1993）。

除此之外，酒井隆又派出150名日军乘快速舢舨，绕过大鹏湾，在马鞍山南登陆，再沿吐露港公路南下。各路日军在醉酒湾、城门谷和银禧水塘等军事要塞，与英军展开激战。英军不敌败退，日军则直捣九龙，再与驻守在九龙半岛的英军交战。由于日军强横，英军再次不敌败退。不出3天时间，日军如入无人之境般攻占了新界及九龙的大片土地。英军只好在同月11日宣布："退入一巩固及完备的堡垒内，继续作战。"至于这个所谓"堡垒"，其实便是香港本岛（李超源，2002；叶德伟，1984）。

英军退守港岛后，日军曾多次向港督杨慕琦招降，但不获答应，于是日军决定强攻。经重整兵力后，日军在12月19日晚上10时正，挥军渡过维多利亚港，在北角、鲗鱼涌、筲箕湾等地与英军相遇，再次激战。英军大败，日军登陆，并向港岛的心脏地带如黄坭涌、金钟、中环等地区推进。英军无力抵抗，节节败退，防卫全盘崩溃。在短短的6天内，日军已几乎控制了香港岛的主要据点，英军则大势已去（日本防卫厅防卫研究所战史室，1985）。12月25日下午6时半，逼于无奈的杨慕琦只好亲身到九龙半岛酒店与日军主帅酒井隆会面，并签下城下之盟，正式投降（谢永光，1995；关礼雄，1993；陈湛颐、杨咏贤，2004）。从此时起，香港便进入3年8个月的黑暗岁月。

占领香港后，酒井隆立即封锁全港的大街小巷、领空港口，并成立军政厅，自任最高长官，实施军事统治。1942年1月28日，军政府再按作战大本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

营——东京政府 ——《大陆命第 592 号》及参谋部《大陆指第 1088 号》的指示,成立香港占领地总督部,将权力交给陆军中将矶谷廉介,由他出任香港占领地总督,着手“创建香港”,朝着建立日本军国主义者“大东亚共荣圈”美梦的目标进发(日本防卫厅防卫研究所战史室,1985)。

日军对香港股票和金融制度的践踏

日军占领香港后,除了马上封锁领空和港口,禁止飞机船只等自由进出外,又实施各种形式的高压政策,掠夺香港的资源。首先,日军查封大小企业和公私货仓等的财物,并公然运回日本。其次,又颁布训令,冻结所谓“敌性”银行的资产和存款,严禁资金外流(汤开建、萧国健、陈佳荣,1998)。除了明刀明枪的劫掠外,日军又以各种各样的手段,骗取及套换民间财富,而以军票换取港币的政策,便是其中之一。

接管香港 1 个月后(1942 年 1 月 26 日),日军宣布将以军用手票(简称“军票”)作为商业上的交易媒介,逐步取缔港币,并通令全港市民使用,否则会受到军法惩处。所谓军票,即日本政府用于发放军饷的货币,其性质与日本银行发行的日元截然不同。军票并非合法货币,它只按军队的需要印发,既没金银等贵金属作为发行后盾,又没储备金作支援,印制更是极为粗糙,一般只采用单面印刷,票据上更没印上编码,因此外间完全不知发行量(小林英夫、柴田善雅,1996;高添强、唐卓敏,1995;刘蜀永,1998)。简单地说,日军在占领地发行军票的目的,只在于瞒骗和套取侵占地人民的财富,用以支援本身的侵略战争,达到以战养战的目的。

军票政策推行初期,日军规定 2 元港币作 1 元军票使用。到 1942 年 10 月,又更改汇率至 4 元港币兑换 1 元军票的水平,使港币大幅贬值达五成。到 1943 年 6 月 30 日,日军更推出所谓“军票划一化”政策,全面废除港币,只限军票流通,使很多市民的终身积蓄在一夜间化为乌有。更有甚者,自“军票划一化”后,日军又为满足战争需要而肆无忌惮地大肆印发军票,用以套取民间财产,引发极为严重的通货膨胀。据估计,到日军在 1945 年 8 月投降

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

时，军票的总发行量高达1 962 750 000元（小林英夫、柴田善雅，1996）。若以当时1兑4的比率计算，这个发行量约等于1940年香港政府全年总收入（7 000万港元）的110倍；若以1兑2的比率计，则为55倍，可见日军滥发军票的严重程度了。

事实上，在短短的3年8个月内，日军曾多次通过玩弄这种近乎诈骗的财政伎俩，有计划地套取香港市民的财产，将香港经济推向崩溃覆亡的边沿。据刘蜀永的分析，日军占领及管治香港的目的，主要是为了掠夺物资，并进一步推动其侵略战争。对于经济的运行和管理，则没有全面而周详的计划。由是之故，日占政府的整个施政核心，基本上也是围绕着掠夺香港资源，用以支持"大东亚圣战"的军国主义扩张目标（刘蜀永，1998）。

除了任意废除港币和滥发军票外，日军又漠视简单的经济原则，肆意践踏香港的银行和股票制度，使港英时期建立起来的一套行之有效的金融体系毁于一旦。全面控制香港后，日本军政府马上派人查封所有银行、钱庄和股票市场。之后，又再发出公告——《公示第34号》，宣布接管并清算所有"敌性"银行和金融机构。

按照该项通告的指示，汇丰银行、有利银行、渣打银行、华比银行、通济隆银行、新沙宣银行、中央银行和广东银行，均由横滨正金银行清算。至于万国宝通银行、美国运通银行、安达银行、大通银行、荷兰银行、友邦银行、义品放款银行、中国农业银行和中国国华银行，则由台湾银行负责清算（《华侨日报》，1942年4月7日、5月20日及6月15日；小林英夫、柴田善雅，1996；陈湛颐、杨咏贤，2004）。

除此之外，日本军政府为了更有效地操纵香港的银行业，还特别在1942年5月怂恿部分银行成立一个名为"香港银钱业协议会"的组织，从另一层面监管那些暂准经营的大小银行和钱庄，唯恐金融系统会出现乱局，影响日军统治（《华侨日报》，1942年5月14日）。1942年10月，日军政府强逼汇丰银行总经理郭礼宾（V. M. Grayburn）及经理海德（C. F. Hyde）签发原存放在汇丰银行仓库内面额10元以上港币，再拿到澳门采购物资的强盗式举动，更使世人大为震惊，而该批总值接近1.2亿元的逼签货币（duress note），战后虽曾一度被停止使用，但港英政府及银行方面为怕牵动整个金融系统的稳定性，最终还是接纳了该批逼签货币法律上的流通地位（Collis，1965；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

King, 1987)。日军扰乱香港金融制度所引来的风风雨雨,实在不能一一尽录。

当日占政府完全清算了“敌性”企业后,曾在1943年12月25日发出《香督令第52号》,指出如果有企业要求复业,可向日占政府当局申请。该命令的第一条这样说:

> 凡经营下列各项营业者,须先呈奉香港占领地总督许可:(一)银行、钱庄、典当或其他金融业;(二)信托业;(三)保险业……(《香岛日报》,1943年12月25日)

可是,在该训令中,我们却找不到股票市场或股票买卖一项,显示该行业或者不被列入可考虑开放行业的范围内。到了1944年4月7日,日占政府才再就训令作出修改,列入股票买卖一项。

> 当局颁布《香督令第17号》,关于去年12月间所颁布的《香督令第52号》,制定营业等取缔规则,第一条第二号加以修改为“信托及有价证券买卖业”。昭和19年4月7日。(《香港日报》,1944年4月7日)。

换言之,当局原则上同意恢复股票买卖,但有关行业必须事先向总督部申请,即是所谓“有价证券买卖业、营业者须先呈请总督许可”的规定(《华侨日报》,1944年4月7日)。不过,到底是否真的有企业或经纪向当局申请复业,而当局又有否批准相关申请,则没有进一步披露,而我们也一直找不到相关的资料,加以印证。

日占期间,股票市场虽然已经全面停顿了,但仍有一些非正式的“地下买卖”,这些交易,大部分是私底下进行的,甚至极有可能是在非自愿的情况下完成的。有资深股票经纪回忆,在日占时期,有投资者曾在别人的威胁下以极不合理的价格出售手上股票(shares were sold under duress),这些股票到和平后曾引起连串纷争(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)。在英格兰(V. England)介绍资深股票经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

纪球槎的传记中，也有谈到赤柱集中营内某些人借着本身与日军的关系，而以粮食或衣物等生存物资，利诱或强逼那些被日军囚禁而身处水深火热环境中的人士，出售手上股票，谋取个人私利(England, 1998)。这种情况，有点似监狱内有黑社会背景的囚犯，强逼那些有钱而没黑社会背景的囚犯，以交“保护费”的形式在监狱外向他们出售财产一样。

撇除这些较特别的例子不谈，在这段黑暗的日子里，金融市场除了部分屈服于日军刺刀之下的银行及钱庄(银号)于1942年复业外，其他如金市、银市、汇市和股市等，几乎完全停顿。至于上文谈到的乱发军票，随便更改兑换率，更引致通货膨胀，金融紊乱(高添强、唐卓敏，1995)。可以这样说，在日军血腥而高压的统治下，香港的经济陷入前所未有的严重衰退境地，而市民大众的生活，更是生不如死、苦不堪言。

总结而言，日占期间，日军政府一直以盲目的铁腕政策治港，不但漠视经济及金融发展的规律，更肆意践踏这些制度，至于对市民的死活，更是毫无怜悯之心。举例说，日军明知香港不产粒米，接管香港后，不但没有设法稳定香港的粮食供应以保障市民生活，反而将港英时期存储下来的优质粮米运回日本，再将剩下的劣质米拿来作配给粮。所谓“配给粮”，说穿了其实是日军慷他人之慨地拿港英时期储存下来的米粮，以六两四的形式限量“配售”给市民。到了后来，当存粮用尽了，日军便干脆取消配给制度，将食米供应交由所谓“自由市场”决定，置普罗市民的生命于不顾，使很多市民白白饿死(郑宏泰、黄绍伦，2005)。日军这种视人命如草芥、不顾人民死活的统治方式，自然引来香港市民的强烈不满和愤恨。

日军败亡与香港重光

太平洋战争爆发后，穷兵黩武的日军在盟军的夹击下，已经如强弩之末般节节败退，并陆续在太平洋群岛、菲律宾、缅甸、马来西亚和新加坡等占领地遭到迎头痛击。1944年年中，盟军的飞机已可直捣黄龙地在日本的领空上任意飞翔、轰炸，显示日军的战斗力和防卫力已被大大地削弱了(郭廷以，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1979)。可是,垂死挣扎的日本军国主义者,仍不肯投降,并组织所谓“敢死队”,作最后抵抗,希望能侥幸扭转败局,延续其建立“大东亚共荣圈”的美梦。

1945 年 8 月 6 日及 9 日,当美国战机在广岛和长崎投下两枚原子弹时,日军才从自己的千秋大梦中惊醒过来。事实上,腹背受敌的日本政府,此时已明白到自己的大势已去、回魂乏术。同月 15 日,日暮途穷的日本天皇终于接受《波茨坦宣言》(*Potsdam Proclamation*),正式向全世界宣布无条件投降(郭廷以,1979)。至此,嗜血好战的日本军国主义者,终于在和平正义面前俯首低头,解除武装,承认战败。香港重光,市民涌上大街小巷,高声欢呼,热烈庆祝。

早在 1945 年 5 月之前,英国政府已预计日军将时日无多,并立即成立香港规划小组(Hong Kong Planning Unit),命令成员前往香港,准备接管香港。然而,当时的国民党政府却只顾埋首收复大陆,又为整合军旅和对付共产党人而大伤脑筋,因此无暇他顾。在知悉英国重占香港时,蒋介石虽然曾派遣吴国桢与英国政府进行多次交涉,但却没有实际行动。事实上,当时的英国政府倚仗自己强大的军事力量,又有美国撑腰,乃以恢复昔日“荣耀”之名,捷足先登地强行重占香港(曾锐生,1985)。

面对蛮横无理的英国政府,无暇他顾的蒋介石最后只是象征式地发表了一篇名为《关于香港前途的公开声明》,算是回应了英国政府在香港问题上的举动。声明上说:“中国不会趁日本无条件投降找个机会来破越国际公约或侵犯盟国利益……我们不会趁机派兵占领香港,也不会在盟国之间挑起误会。”(《华侨日报》,1945 年 8 月 25 日) 换言之,蒋介石已基本上默许了英国政府重新接掌香港。

1945 年 8 月 23 日,在香港规划小组成员的协助下,原港督辅政司詹逊(F. C. Gimson) 离开赤柱集中营,并按英国政府的指示,筹组临时香港政府,计划接掌权力。同月 29 日,詹逊在电台发表重要讲话,宣布港英临时政府成立,暂时推行军法管治,要求全港市民与当局合作,维持社会稳定(汤开建、萧国健、陈佳荣,1998)。3 日后的 1945 年 9 月 1 日,英国海军少将夏悫(C. H. J. Harcourt) 抵港,正式从日军手中接管香港,并宣布继续实行军事管治,以维持香港的社会治安。至于国民党政府则无奈地任由英国政府

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

恢复他们所说的“昔日荣耀”，延续了香港的殖民统治。

结　语

香港虽然重光了，但股票市场仍不能马上开门营业，受战争严重破坏后的香港经济、金融和社会，可说是百孔千疮、奄奄一息的。事实上，在日占其间，很多财物都被日军劫掠一空，就连一些私人文件、公司纪录和政府档案等，均被日军抢的抢、毁的毁，破坏和散失均极为严重。股票交易是十分讲求规则证明和文件纪录的，如果没有白纸黑字的文件作证明，一切交易买卖都变成“片面之词、无凭无据”。为了查核各企业和股份的性质和状况，杜绝虚假交易，港英军政府宣布停止一切股票交易，直至另行通告。

另一方面，虽然日本投降了，但中国大陆又再陷入另一轮国共内战的泥沼之中。山河烽烟再起，大量华南地区的难民又源源不绝地涌到香港。面对变幻无常的中国政局和战后的百废待举，港英政府也不敢贸然放手，任由经济和股票市场自由发展。由是之故，就算香港本身的政治和社会状况已渐渐回复常态，而市民的生活和生产也慢慢地恢复过来，港英政府仍坚持军法管治，禁止股票的自由交易，借以确保社会的稳定和政权的顺利过渡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

国际金融中心的确立

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第八章

战后接管与股市重建

经日军3年8个月蹂躏和洗劫后的香港，可谓哀鸿遍野、满目疮痍。日占期间，不但私人财物如货物、金钱、机械设备等被搜掠一空，运回日本，就连一些基础建筑如仓库码头、桥梁和道路等均遭到严重破坏，至于上层建筑如法律制度、经济体系、社会秩序等，同样受到不同程度的摧残和践踏。为了稳定社会、恢复生产，夏悫少将在英国政府的授权下，在香港成立英国军事管理政府(British Military Administration)，着手处理这些日占时期遗留下来的棘手问题。

本章首先会提纲挈领式地勾勒出夏悫军政府接掌香港后的各项重建工作，之后再分析股票市场的整合和发展，至于大量资金和企业因逃避战乱而从内地迁移到港，以及新中国成立前上海股票市场与香港股票市场之间的关系，也将是分析的另一主要方向。而被誉为是战后股票市场重建关键人物的球槎，我们也会简要地谈及，从而让读者可以更全面地掌握战后股票市场重建和发展过程中的一些脉络。以下让我们先谈谈夏悫重建香港的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

战后接管与经济重建

为了稳定社会，重建经济，夏悫在 9 月 1 日正式接管香港后的首项重大政策，便是颁布了《英国军政统治公告》(*British Military Administration Proclamation*)和《委托权力公告》(*Delegation of Powers Proclamation*)，实施强硬的军事统治(*Hong Kong Government Gazette*, 1 September 1945)。之后，再按这两项重要的军事管理法令，统制各种与市民生活及经济建设息息相关的重要物资如粮食、油盐、燃料和印刷材料等。其次，军政府又制定了一套战略性的过渡措施，对进出口贸易、工商业经营、住房和工资等，实施不同程度的监察和规管。

针对银行金融制度方面的重建，军政府则修订了原来的《延期付款法令》(*Moratorium*)，一方面冻结各银行战前的资金，另一方面则安排部分已通过考核的银行，让其尽快开业经营，恢复经济动力。再者，又将证券买卖列入禁制范围，防止战时的买卖破坏整个股票制度。举例说，在该修订后的《延期付款法令(第 1 号)修订公告》[*The Moratorium (No. 1) Amendment Proclamation*]中，军政府宣布禁止一切股票证券的交易。其中在该公告的第 11 条中，便特别规定：

> 任何人士未经金融总监(Financial Controller)事先书面批准，不得出售或转让任何股票、证券、债券、票据、无抵押债券或债股，或对上述任何一项活动收受征费。(*Hong Kong Government Gazette*, 24 November 1945: 132)

至于公告的第 12 条也规定，在 1941 年 12 月 25 日(日占时期开始)以后，未经金融总监批准所进行的证券交易，一律不予登记。换言之，日占时期的一切交易，军政府将不会承认其合法地位。

另一方面，军政府又按《与敌人贸易条例》(*Trading with the Enemy Ordinance*)俗称《1914 年第 25 条》(No. 25 of 1914)的规定，接管日占时期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

落入日本公司或日本人手中的财物和股票，并恢复那些遭日军查封的企业(*Japanese-Owned Shares in Hong Kong Companies Registered in Hong Kong*，1946－1951)。为了进一步振兴香港的对外贸易及工业生产，夏悫又固定港币与英镑和美元的汇率，以防金融系统过度波动的冲击。至于暂停地皮买卖的政策，也对本土经济的固本培元有一定作用(*Hong Kong Government Gazette*，1945)。由于社会秩序渐见恢复，而经济又逐步走上发展之路，大批日占时期被逼离开香港的市民也陆续回流，使香港的人口从1945年年中的不足60万人迅速飙升至1946年年中的超过156万人，增幅极为惊人(《香港年报》,1946 & 1947)。

到1946年5月1日，曾经被日军囚禁于重庆的战时落难港督杨慕琦，在英国休养接近1年后终于返港复职，并宣布结束军事管理，恢复民政。虽则如此，杨慕琦仍是萧规曹随地沿用了大部分军政府时期的规管政策，对社会的规管和钳制一点也没放松。举例说，他曾先后颁布了《1946年物价管制法令》(*Price Control Order*，1946)及《1946年禁止出口货物法令》(*Prohibited Exports Order*，1946)等，对重要物资的输出和价格，均实施严格统制(*Hong Kong Government Gazette*，1946)。事实上，在这个稳定压倒一切的重大政策指导下，香港的经济顺利地踏上了复苏的路途。

1947年5月17日，名义上任期长达6年但3年多时间成为阶下囚的港督杨慕琦任满离港，在接收香港过程中立下大功的辅政司麦道高(P. M. MacDougall)暂代港督。同年7月25日，继任人葛量洪(A. Grantham)抵港，成为第22任港督。有鉴于香港的经济元气及社会秩序仍没全面恢复，葛量洪上任后的重要任务，仍集中在深化重建、提倡生产的项目上(Grantham，1965)。不过，不论是从政治、经济或社会的角度上看，香港已基本上算是走出了重光初期百废待兴、经济全面停顿的困局。

股市重开初期的困境

正如上文所说，在稳定压倒一切的军管政策指导下，股票市场并没有在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

战后立即重开。虽然政府明文禁止股票买卖，但黑市交易则常有听闻。重光初期，黑市交易只是零零星星，并不太显著。但到了1946年初，情况已变得愈来愈明目张胆，引起部分战前经纪的关注(Harriman, 1946)。由于政府仍未允许股市重开，部分急需周转的投资者便在黑市中进行交易。据说当时黑市的交易额已异常巨大(England, 1998)。事实上，在我们的访问中，有资深股票从业员也忆述，在股市仍没正式复市之时，黑市买卖十分炽烈，使政府内部大为紧张(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)。

到杨慕琦恢复民政后，政府虽然仍拒绝让交易所重开，但原则上已同意不应长久地禁止股票的自由交易，以免打击投资者对香港前途的信心。由是之故，在杨慕琦离任前，政府高层已初步接纳业内人士的要求，同意有计划、有秩序地放宽管制。经过4个多月的商讨和筹划后，政府终于答应让香港股份总会及香港股票经纪协会这两家战前的交易所在1946年9月11日重新开业，恢复股票买卖。

但是，按照当时《延期付款法令》的规定，任何股票买卖必须事先向金融总监申请，过程十分复杂(*Stocks & Shares*, 1947)。为了精简交易手续，政府只好豁免部分股票的规限，让其可以自由交易。在市场重开初时，只有少部分股票可以获得特殊豁免。第一家获得豁免，并可以自由买卖的股票，便是汇丰银行。之后，其他蓝筹股如香港置地、东亚银行、于仁保险、于仁水艇、香港船坞、香港大酒店、堪富利士、华人置业、天星小轮、澳门电力、香港麻缆厂、香港电话、香港电灯、青洲英泥及香港电车等也相继获得豁免，恢复买卖(*Microfilm Records of Hong Kong Stock Exchanges*, 1941 - 1986)。直到1948年11月30日，政府才正式废除该项禁令，让所有战前上市的股票自由买卖和交易。

市场刚刚重开之时，由于绝大部分股价均只列出“面价”(nominal price)，而所谓“面价”的订定，则以沦陷前收市价作标准，因此该等股价根本无法反映战后经济萧条的情况，使相关交易受到一定打击。虽然业界曾向政府反映，但政府仍以股价浮动易影响市场信心为由，坚持交易所必须列出面价。为了避开面价过高的问题，当时很多交易大都先订下私底协议，即向政府申报的部分以面价作准，但实际交易价则以市场成交价作准。为了稳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

定投资者的信心并维持市场的秩序，银行和政府方面虽然知道实情，但仍“只眼开只眼闭”地诈作不知，不作任何干涉（*Stock Market Artifacts and Archives Collection*：*Oral History*，1997；Harriman，1946）。

由于有部分企业的股东向政府公司注册处申诉，说他们在战争期间曾被迫出售股份，加上受到《延期付款法令》的限制，当时投资者和经纪必须向政府登记，而核查也极为不便。事实上，在战争期间，香港公司注册处的档案也被严重摧毁，那些1941年以前的企业纪录如股东名册、文件记录以至买卖合约及协议等，均残漏缺失严重。就算政府要进行深入调查，也颇不容易，至于经纪们要代客查核买卖，便更加困难了。有见及此，有些公司干脆将公司清盘，再重新划清股权，以免夜长梦多（*Files Relating to the Voluntary Liquidation of Companies*，1952）。

事实上，股市重开之初，一切交易都必须小心谨慎地进行。首先，经纪必须向公司注册处“查册”——即查核买卖纪录以确定原股票持有人的身份。如因文件散失而没法查核时，则必须向政府部门宣誓，承担刑事责任。到确定股份的拥有权后，经纪才可与客户商谈交易（Stocks & Shares，1947）。到达成交易协议后，又要求以现金交易的形式进行，并须立即送货（delivery），务求以最快速度完成整个交易，减少当中的弄虚作假和投机炒卖。

两会合并与股市转活

由于当时的经营环境相当恶劣，生意额不够支持两家交易所，加上部分经纪已不在人世，重建初期，政府乃要求两个交易所合并。举例说，沦陷前，香港股份总会的内部文件便显示该会共有29名成员，战后只剩下20人，其中9人已在战争期间离世或下落不明，显示交易所本身也面对着很大的困难（*Voluntary Liquidation of the Hong Kong Stock Exchange and the Hong Kong Sharebrokers' Association*，1946）。在那个非常年代，政府权威大增，说一不二，而战后百废待举，投资信心更是极为薄弱，至于两个交易所的成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

员，也觉生意难做，因而对政府的建议没有提出反对意见。

合并前，两个交易所均曾咨询法律意见，并得出共识，认为应先将两个交易所清盘(winding-up)，然后再重新成立一家独立的交易所，再以招收新会员的形式吸纳两会原有的会员。至于清盘的行动，则必须全权交由法庭处理，避免日后出现不必要的争拗和诉讼。由于两个交易所都拥有不少物业，如雪厂街的交易大楼等，清盘后剩下的资产，乃由各会所的会员均分(Hong Kong Sharebrokers' Association, 1948)。就以香港股份总会为例，该会的每名成员便可分得 66 935 元(Hong Kong Stock Exchange Limited, 1952)。这个数字在今天看来或者不太起眼，但在那个年代，已是一个十分大的数字了。

至于当时牵头主持合并工作的经纪，分别有香港股份总会的正、副主席球槎(N. V. A. Croucher)和艾伯威(E. Abraham)，而香港股票经纪协会的代表，则是罗斯(S. H. Ross)和布力克(D. Black)。由于两个交易所的性质、制度、历史和基础都颇为接近，加上各自的会员私下又比较熟稔，因此整个合并的筹划过程，均相当顺利，争论不多(*Stock Market Artifacts and Archives Collection*: *Oral History*, 1997)。

1947 年 3 月，在香港政府和部分证券经纪的推动下，香港股份总会和香港股票经纪协会最终宣布合并，英文名称虽然仍为 The Hong Kong Stock Exchange，但名称的后面却要加上“有限债务”(Limited)字样，至于中文名称，则改为“香港证券交易所”，俗称“香港会”。原来两个交易所最初登记时，虽然同属有限债务公司，但却获当年的港督特许，免去“有限债务”(Limited)的称号。到 1947 年重新注册时，港督已不肯给予类似的特权，因此必须加上有限债务(Limited)字样。所以，新成立的交易所，全名为香港证券交易所有限公司(Hong Kong Stock Exchange Limited)，但简称为香港证券交易所，略去了“有限公司”字样(*Voluntary Liquidation of the Hong Kong Stock Exchange and the Hong Kong Sharebrokers' Association*, 1946)。不过，根据政府规定，一切官方文件，仍必须明确写出“有限公司”的名称，让公众人士知所适从，了解该交易所“有限债务”的本质。

新交易所的章程规定，会员名额为 60 名，开业时有 54 名会员，每家前交易所各占 27 名。虽然两家前交易所所占的席位均等，但因香港股份总会的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

地位及历史较香港股票经纪协会重要和长久，新交易所也由原香港股份总会的成员所主导。由是之故，新交易所的主席一职，也由前香港股份总会的主席球槎出任。

1947年至1948年间，香港经济逐步复苏，各公众公司获利颇为丰厚，而股价则因盈利上升而变得较为低廉，令股票投资显得活跃起来。再者，由于大量资金由大陆涌到香港，股票买卖的气氛也大受刺激，至于40年代末至50年代初大量海外华侨汇款回大陆的情况，亦促使战后的股票市场日见旺盛。对于股市重开初期的情况，《香港年鉴》这样描述：

> ……年来国内金融动荡，游资麇(qún)集，再其次是英镑贬值谣言的影响，一般(投资者)为保存币值，都改向股票(市场)投资，而且本港复员后，企业公司股份信用日著……至于出入口贸易式微，(更使)资金没有出路(而转向股市)。(《香港年鉴》，1948：4)

就以股票交易额为例，1947年年初交投还相当淡静，到了下半年，由于资金涌入数量大增，股票买卖也变得活跃起来。虽然交易所方面没有全年统计数据，但从其每日成交纪录约有30万元推算，全年总成交量约为0.8亿至1亿元左右。到1948年，在资金持续涌入的推动下，成交量更急升至1.59亿元，算是战后复市后表现较佳的一年(*Microfilm Records of Hong Kong Stock Exchanges*，1941－1986)。

1949年是中国近代史上一个举足轻重的年头。就在这一年，一直处于弱势的中国共产党已迅速崛起，并以秋风扫落叶之势打败中国国民党，取得中国大陆的政权。受到“共产主义者敌视资本家”传闻的影响，部分对中国前景欠缺信心的商人，乃举家离开大陆，南下香港。至于港英政府也因担忧解放军会乘机收回香港而不断向香港增加军备，并收紧社团及公安条例等，加强人口及社会的钳制(郑宏泰、黄绍伦，2004)。受到内外政局日趋紧张的影响，部分信心脆弱的港商乃纷纷抛售手上股票，使刚从废墟中站立起来的香港股票市场再度急跌，股价也大幅回落，至于该年的总成交量，则显著地回落至只有0.88亿元。

由于大陆风云色变，投资信心一直处于低谷，而1950年的总成交额，更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

进一步下跌至只有 0.6 亿元，这是香港股票市场重开以来的最低纪录，很多股票的价格一直在低谷徘徊，而经纪行的生意都极为冷淡，部分甚至处于倒闭或半倒闭的状态（*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*，1997）。俟后，随着中国大陆政局日趋明朗和大量资金停留在香港，股票市场也逐步走出困境，慢慢地复苏起来。

企业迁港蔚然成风

在 1937 年至 1941 年日军侵略中国而香港则暂享太平的时候，大批华中、华南地区的企业曾经涌到香港避难，给香港的工商业发展注入了一根强心针（张丽，1997）。日军投降后，内地与香港在庆祝胜利之时，也衷心希望天下太平，社会及经济可以迅速复苏。可惜，这个良好的愿望，并不能在中国大陆开花结果。1946 年 6 月 26 日，中国共产党和中国国民党因意识形态和政治立场的巨大差异再度决裂，并大动干戈，令无情的战火再次在中国辽阔的大地上燃烧起来（廖盖隆，1984）。

初期，战事的规模还比较小，而且集中在华北地区，对偏南一隅的香港影响有限。到了 1948 年 10 月 2 日，共产党的军队（解放军）在东北地区的战事中，已取得了全面胜利，国民党军队则损兵折将，丧师达 40 万之巨。5 天后，两军对决于徐州，再次进行激烈战斗。大约在 3 个月后的 1949 年 1 月 10 日，国民党军队再尝败阵，华北全境尽皆落入共产党人之手。翌日，备受非议的蒋介石终于在党内外巨大压力的逼迫下交出总统一职，改由李宗仁暂代（廖盖隆，1984；郭廷以，1986）。

为了停止内战，李氏向毛泽东提出和谈建议，希望结束战争。不过，在讨价还价的过程中，双方始终没法达成协议。1949 年 4 月中，共产党人向李宗仁发出最后通牒，要求国民党人放下武器、立即投降。李宗仁以要求不合理而拒绝，战幔重开。同年 4 月 23 日，南京不战而克，解放军轻松入城。之后，武汉、杭州等大城市相继陷落（史景迁，2001）。受上海时局日渐紧张的影响，大量对前途缺乏信心的商人乃举家南下香港。单在 1949 年 4 月 25 及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

26日的两日内，便合共有36架（次）的飞机由上海飞抵香港，总乘客达3千多人（《星岛日报》，1949年4月25及26日）。

5月中，由陈毅率领的解放军沿江而下，并不费多大气力便拿下了上海，之后又攻克福州、厦门，国民党军队则溃不成军、节节败退。与此同时，另一支解放军又势如破竹地沿平汉铁路南下湖南，再入长沙、衡阳，直逼广州和南宁，华南地区相继解放。同年10月1日，以胜利者姿势站立在天安门古城楼上的毛泽东，正式宣布成立中华人民共和国，而落荒而逃的蒋介石，则只能狼狈地败走台湾（郭廷以，1986；史景迁，2001）。

事实上，自日军侵华的战火愈演愈烈开始，大量对前景欠缺信心的企业、资金和技术人员便由上海、广州等沿海城市涌到香港，形成了中国近代史上一次大规模的企业和资金大迁移。这次大规模的迁移行动，不但影响了中国的经济格局，对日后香港经济和工业的发展，也有着十分巨大而深远的作用。

> ……就在此时，上海的华资和英资工厂，纷纷来港谋发展。上海的资金和技术携手南下，此举无异对疲困的香港经济注射了一管强心剂。在日军进攻香港的前夕，上海华资大工厂在港设厂生产者，已有美亚织绸厂、天厨味精厂、新亚制药厂、捷和钢铁厂等。到了1936年下半年，新界荃湾海岸的新工业区，已在开辟中，而英资纱厂亦在九龙土瓜湾凿山填海，开辟新厂了。这是香港纺织工业的发展开端。（林友兰，1980：197）

从另一项有关解放前后上海纺织企业移居香港的研究中，我们发现抗战胜利后的1946年至1947年间，上海纺织业曾经出现过一段十分繁盛的“黄金时期”。所谓纺织业的“黄金时期”，是指当时的美国政府为了争取国民党政府的忠诚，建立更深入的关系，乃提出了所谓“扶助中国工业”的口号，并以较为低廉的价格向中国倾销棉花。在此政策的刺激下，很多纺织企业家或多或少可以较优惠的价格吸纳美国棉花，对初期的工业重建，有颇为正面的影响（郑宏泰、黄绍伦，2006）。

另一方面，经历8年抗战后的中国，的确是百废待兴、嗷嗷待哺，对棉纺

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

织品的需求十分殷切。在原材料成本较低而制成品价格又大幅飙升的情况下，绝大部分纺织企业家均其门如市，获利丰厚。在巨大利润的吸引下，很多纺织企业家乃相继扩大生产规模。除日夜赶工以提高生产之外，又增建厂房，并大举向欧美等国订购先进的纺织机械，希望争取机会，大展拳脚（王菊，2004）。

但是，正当他们所订购的机械和设备快要付运之时，中国大陆的局势已发生了巨大转变。正如上文所述，自 1948 年中起国民党政府败局已成，而共产党军队则气势如虹，更基本上控制了大局。这时，一些上海企业家已看到时局的端倪，并立即电告机械代理商将相关生产设备寄存香港，希望等待局势较为明朗之时再作决定。

正因为大部分上海企业家把原初计划运回上海的机械设备存放在香港，当蒋介石仓皇撤走台湾而共产党又几乎已控制大陆之际，部分信心较薄弱的企业家便顺理成章地带同家人和随身细软南下香港，希望有机会可以另起炉灶、东山再起（郑宏泰、黄绍伦，2006）。事实上，1949 年前后大量沿海地区难民涌到香港的情况，初期曾使港英政府大为紧张，害怕过多的移民会给香港社会稳定带来威胁。后来，当港府明白到难民还带来了资金、设备、劳工和企业家时，才转忧为喜，算是放下了心头大石。

从另一个角度上看，大批上海企业家、资金、设备和难民的涌入，不但没有给香港“添烦添乱”，造成社会不稳，反而拯救了因贸易禁运经济急速衰退而陷于困局的港英政府，并直接地改变了香港的经济结构，推动了纺织制衣业、玩具塑胶业和钟表电子业等的发展，为日后香港工业的本土化发展创造了有利条件（Szczepanik，1958；Wong，1988；饶美蛟，1997）。

事实上，除了上文谈到的工业基地大转移外，大量资金的涌入，也为日后股票市场的发展打下了重要基础，至于上海股票市场的关闭，也使大量上海经纪转投香港股票市场，导致香港股票市场的整合，并在此长彼消之间扭转了亚洲的金融布局和势力均衡。由于上海失去了昔日的辉煌，而香港则在“大涨小回”的格局中迅速爬升，并逐步建立起一套系统而高效的交易平台，从而吸引了愈来愈多的投资者。回头看，20 世纪 50 年代这次重大的历史际遇，促使香港股票市场迅速崛起而为亚洲——甚至世界——的金融中心。历史的吊诡和偶遇，很多时又不是个人主观意愿所能转移的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

解放前上海与香港股票市场间的关系

解放前，上海股票市场和香港股票市场之间的关系，可说是十分密切的。若要探索港沪股票市场之间的关系，则必须回到19世纪末叶的年代。自鸦片战争以降至中华人民共和国成立之前，中国一直均受西方列强和日本的鱼肉、欺凌，很多较为富庶的沿海城市，更沦为被统治地，而紧握长江门户并位处华北与华南航运中枢的历史名城上海，更是其中一个列强竞夺、华洋混杂之地，政商活动极为活跃。

在第五章中，当我们讨论到港府为抑制某些股票过度炒卖曾经在1891年进行立法时，上海英租界的股票交易，同样面对制度欠完善，而股票又炒卖过热的情况。由是之故，当时的上海英租界政府，乃致函港英政府，查询港府打击股票炒卖政策的成效，并道出上海英租界政府正在构思效仿港府抑制股票炒作的行动，进行立法。到1895年，上海英租界政府终于通过立法，规范股票的买卖和交收(CO 129.416.12923, 1914; CO 129.416.13039, 1915)。事实上，除了法例上两地政府对股票市场的发展互有借鉴和参考外，港沪股票交易所——上海证券交易所(Shanghai Stock Exchange)和香港证券交易所——的成立、运作和制度沿革各方面，都十分接近，显示彼此间的关系，一直都是千丝万缕、纠缠不清的。

除了交易所的成立和结构极为接近外，两地交易所和经纪们的接触和交往也十分密切。举例说，香港公众公司的股票，上海证券交易所是可以自由买卖的，至于上海在证券交易所上市的股票，香港的交易所同样可以交易。换言之，两地交易所已建立了相互确认的机制和共识。对于战前两地交易所的交叉买卖，资深股票经纪莫应基这样说：

> 战前上海交易所和香港交易所之间的联系十分紧密，香港人可以通过香港交易所在香港购入上海股票，而上海投资者则可以在上海交易所认购香港股票，不过，两地的股价，则略有不同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

(*Stock Market Artifacts and Archives Collection*: *Oral History*, 1997)

由于上海的地理位置较香港优越,加上人口众多、外商麇集,1949 年前的上海一直都是中国的政治、经济和商业重镇,地位远较香港重要(饶美蛟,1997;张忠民,2002)。股票市场的发展也是如此。解放前,由于上海的工商业已十分发达,对资金的需求也十分庞大。因此,股票市场的买卖也相对地较为活跃。据老一辈资深股票经纪高大添的回忆,战前上海的股票市场,无论是规模和发展,均比香港优胜。

我和莫应基是书友,在加入交易所(香港会)之前,我已在那儿(交易所)工作了三两年了。1939 年,我自己买了个牌(经纪牌),并开始做生意。……1941 年,我去了上海,数月后,我在上海交易所(The Shanghai Stock Exchange)也买了个位(经纪牌),并决定暂时不做香港的生意,改留在上海了。当时上海(孤岛时期)的生意,比香港大得多了。……那时我还没结婚,自己一个人去哪儿也没所谓。我早已知道上海交易所的规模较香港大的,因此才往上海“取经”。(*Stock Market Artifacts and Archives Collection*: *Oral History*, 1997)

他甚至举出三大范畴加以说明。其一是上海那时已有期货买卖,并且定期进行交易,当时是每个星期五,但香港则没有这种安排;其二是上海采取中央结算方式交收,更是每星期结算 1 次,香港仍没有这样做;其三是上海的报价方式,主要是抄写在交易大堂的报价板上(board lot, 俗称“写板”),香港则仍然采用“叫卖形式”,“写板”的方法则要到战后才较为普遍地使用(*Stock Market Artifacts and Archives Collection*: *Oral History*, 1997)。

上海股票市场除了较香港股票市场有规模外,华洋之间的分野也较香港明显。正如以上各章所谈,早期香港的股票市场基本上是由西欧巨商所垄断的。举例说,香港股份总会成立初期,会员全为外商,后来才陆续有华人经纪加入。至于香港股票经纪协会的成立,华人经纪已经占了一个相当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大的比率。也即是说，华人经纪虽然受到歧视，但却没有华洋分立的情况。上海的情况则有所不同。据另一位受访者董伟回忆，战前的上海，华洋经纪之间是泾渭分明、地位有别的。简单地说，当时上海主要有两家股票交易所：一家名为上海交易所，另一家则称为华商证券交易所。上海交易所主要给外资公司上市，而华商证券交易所则让本地公司上市，华洋之间的分野突出而明显（*Stock Market Artifacts and Archives Collection*：*Oral History*，1997）。

在刘志英的专著《近代上海华商证券市场研究》一书中，也有深入地谈到两个交易所“各有各做”的情况，可见华商和洋商之间的隔阂不小。虽然两者在运作上保持距离，但对近代中国和上海的金融业，则贡献极为巨大（刘志英，2004）。战前上海股票市场远较香港股票有规模的说法，经纪行内的看法也是非常一致的。另一位受访者苏洪量便这样说：

> （二次世界）大战前，上海是远东的一个商业中心，现在才是香港。1945年及1946年，上海的社会和经济非常混乱，许多中国人都南移香港。因此，香港各项贸易、各个市场均被带动起来。（*Stock Market Artifacts and Archives Collection*：*Oral History*，1997）

明显地，解放前的上海股票市场，不但凌驾香港，还在中国和亚洲地区扮演龙头角色，地位极为显赫。

事实上，沪港股票市场关系纠缠不清的情况，还可反映在1949年后大量前上海证券交易所经纪来港“再续前缘”的问题上。由于上海政治气候已改变了，很多经纪也和纺织企业家一样选择南移香港，再展拳脚。据A. H. 砵士的太太麦定娟的回忆，五六十年代的华人经纪中，有大部分是上海人或曾经在上海生活过的，他们当中计有宋惠德（Song Wai-thy）、冯惠霖（W. Fung）、谢仰龙（Say Yan-long）、郑三益（Tay Sam-ek）、支显宗（J. H. T. Tse）和谢瑞森（S. S. Ziar）等（*Stock Market Artifacts and Archives Collection*：*Oral History*，1997）。这批对股票市场运作有丰富经验的人士，便或先或后地加入了香港的股票行业，对香港股票市场的长远发展，同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

样发挥了极为巨大的影响。

球槎与香港股票市场的关系

在战后香港股票市场的重建与合并事情上，我们要提及另一重量级人物，他便是球槎。由于球槎生前处事作风较为低调，加上不太与人为伍，通常以“独行侠”身份在股票市场上打滚，因此，传媒对他的报道不多，而社会上对他有认识的人，更是寥寥可数。事实上，现时除了学术界对球槎基金(Croucher's Foundation)略有听闻外，其他较为全面的记述，便只有由英格兰(V. England)在1998年所写的传记。

球槎，1891年12月24日生于英国修咸顿(Southampton)郡南部一个名为伊斯里(Eastleigh)的小镇，父亲老球槎(R. R. Croucher)乃一名火车路轨检查员，母亲史桃利(F. E. Stockley)婚前曾在一家医院当女工。老球槎育有三子一女，球槎排行第三，上有两个哥，下有一个妹妹。球槎3岁那年，父亲因病突然去世，从此母亲便母兼父职地独力将子女抚养成人。由于父亲早逝，童年时期的球槎生活颇为坎坷，这或者也是球槎性格较为孤僻的原因所在。到1902年，母亲改嫁失意于演艺事业的电影演员柏格(A. V. Parker)，事件或者也会影响球槎对家庭和婚姻的一些看法。1907年左右(实际年期不详)，大约16岁的球槎毅然决定作别英国，远赴香港闯天下，希望在这个“造梦的天堂”，寻求个人事业上的更大突破(England, 1998)。

由于并非出身显赫家庭，初到香港的球槎只能在酒店做一些近似信差或文员之类的工作。机缘巧合之下，球槎遇上了生命中的伯乐——即当时香港的政商名人遮打，并得到遮打的赏识，从此染指股票买卖，扶摇直上，成为日后股票市场内炙手可热、举足轻重的一个传奇性人物。

球槎生命中的另一转捩点是日占香港时期赤柱集中营中的遭遇。在日军铁腕统治下，集中营的生活十分恶劣，日常物资极为缺乏，很多英商巨贾、政府官员都被折磨虐待致死。据说当时有些能与外界保持联系并可将一些重要物资弄回集中营的，便能“赚大钱”，而球槎则是其中一个被传可以“私

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

通内外"的人。事实上,当时确有很多人为求生存被逼将手头上的股票和贵重财物"出售",以换取食物或医药,维持生命(*Stock Market Artifacts and Archives Collection*: *Oral History*, 1997; England, 1998)。

虽然传闻不获证实,但日军投降后球槎返回自己经纪行,并神奇地发现自己战前存放股票和债券的保险箱不但完好无缺,保险箱内的所有财物——尤其是股票和债券证明文件等——均没被日军取走,而这个"奇迹",更在球槎本人的"宣扬"下不胫而走,则使很多人大感不解。

> ……之后,他回头看看那个保险箱,察觉到它并没有被打开过,于是他立即将它打开,并赫然发现保险箱内的股票证、债券证及各种不同的合约文件,都完好无缺。就这样,他在一瞬间变成了香港其中一个最有钱的人。(England, 1998: 155)

虽然球槎"一夜致富"的故事多少使人疑惑,但他在香港股票市场发展上的贡献,则没有太大争议,其中最重要的一项,是有关1946年至1947年的"两会合并"事件。在这次的合并事宜上,球槎凭着本身卓越的财金经验做了大量工作,其成绩深得同业和政府的赞许。由是之故,香港证券交易所成立后,他便被推举为主席,并数度连任至50年代末。在他的任内,会务虽有提升,但一会独大,并过分严格地规限企业上市的做法,却窒碍了股票市场作为企业融资的功能,并拖慢了香港经济发展的步伐。

对于球槎生前的处事作风和为人,我们受访者的看法,却与英格兰传记中所描述的有很大出入。简单地说,大部分受访者都认为球槎对股票市场的运作和动态,拿捏得相当准确,专业性很高,但对他与人相处方面的作风,则颇为人诟病,其中包括他视财如命的性格(*Stock Market Artifacts and Archives Collection*: *Oral History*, 1997)。有不愿透露身份而与球槎共事数十年的股票经纪这样说:

> 我很清楚他,他的生命只有金钱——一生只计算如何赚多些钱或可用少些钱。他一生没有爱,他结过婚,但后来与太太离婚,他的孩子也离开他,没有亲人留在他的身边。他满脑子都是生意,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

或是计算着如何赚钱、省钱。他也不肯花钱，他是那种一毛不拔的人。我知道他们(球槎基金会)正在为他写传记，费用来自他的基金，那位作者找过我，我对他说："他没有好东西，我也没法告诉你有关球槎的事迹"…… 在交易所内，他只有一至两个朋友，没有多。他喜欢打高尔夫球，通常是我们接他外出的。我还记得那天是"礼物日"(Boxing Day)——即 12 月 26 日，而他的生日是 24 日，那天他对我说："昨晚我有一个愉快而难忘的晚上，我的晚餐有一碗汤和一份《时代财经》(*Financial Times*)，我很早便上床睡觉了。"这就是他的生日，也概括地描述了他(的一生)。(*Stock Market Artifacts and Archives Collection*: *Oral History*, 1997)

另一位曾经与球槎有过接触的受访者为 A. H. 砵士的太太麦定娟，对球槎经纪行和球槎的印象也十分清晰，她回忆说：

球槎在"香港会"除了与 A. H. 砵士较友好外，与其他经纪会员则没有什么来往，可能他的威严令其他人敬而远之罢。至于他的经纪行，亦是小规模运作的，只有一位女士负责处理他的办公室和一个信差代为打理一些杂务。球槎本人亦不是很活跃的会员，他可能有一些大客，所以偶尔才做一两宗交易……在港会众多经纪中，球槎与 A. H. 砵士颇为熟络。但球槎几乎是独自经营的，雇员不多。事实上，虽然 A. H. 砵士跟他认识数十年，但亦未曾见过球槎的家人。不过，我相信他是一位很节俭的人，有一则趣闻或许可以反映他节俭的性格。球槎有一个儿子，他住在英国，有一次他的裁缝告诉我，球槎的儿子致信父亲，希望他代造一套西装，并附上身材尺寸，但球槎只在自己的衣柜找。不过，没找到合适的，最后才无奈地叫裁缝订造……从前他办公室楼下的报贩告诉我，说球槎很多时把当天看完的报纸，送回报档，让报贩代为转卖别人。(*Stock Market Artifacts and Archives Collection*: *Oral History*, 1997)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

事实上，当英格兰在讲述球槎生平的琐事时，也间接地证实了这一点。在介绍球槎与同行的关系时，英格兰不经意地转述了其他经纪的批评，指球槎是一个“只懂赚钱的巨头”(a money-driven mogul)。英格兰虽然力图为球槎“洗脱污名”，但她基本上还是同意经纪们的大部分批评，指球槎在同业心中的形象，并不太讨好(England, 1998)。

由于深得恩师遮打的提拔，并顺理成章地成为了遮打的“御用投资者”，球槎的投资心得，也与遮打一脉相承。该重要的投资原则是当股市低残时，应大胆地吸纳优质的蓝筹股，并作长远的策略性投资，而这个重要的投资秘诀，看来的确为球槎赢来了巨大的财富。另一方面，球槎也时刻坚持要有“防备未来”的打算。他说：“当有好日子时，你便要作好打算，防止坏日子的随时出现，因为坏日子永远都会紧随好日子到来——而且会来得特别快”(England, 1998: 107)。正因为球槎在投资的路上坚持“宁精勿滥”的原则，并准确地运用“养精蓄锐、伺机而发”的策略，他才能在多次的大风大浪中屹立不倒。

在 *Whampoa: Ships on the Shore* 一书中，高特斯(A. Coates)这样介绍球槎：

> 遮打的一生有两个门生——一个是19世纪的何东爵士，另一个是20世纪的球槎。两人日后均变成百万富翁，而他们均对遮打所传授的财经知识表示衷心感谢。(Coates, 1980: 23)

短短数十字之间，球槎的地位不但与上一代叱咤一时的政商界巨头并列，还鲜明地突出了他在香港金融和股票市场上的地位，显示球槎虽然名声不及遮打和何东，但实力还是不应低估的。

投资路上虽然颇为顺利，并且富甲一方，但与妻儿的关系则冷淡而疏离。1924年初，年逾30的球槎才在友人介绍下结识法籍少女金安莉(S. E. Kiemle)，二人旋即在同年9月结为夫妻。翌年7月，儿子小球槎(R. R. Croucher)出生。由于金安莉与球槎的兴趣和性格分歧颇大，加上聚少离多，二人的婚姻生活显然并不和洽。大约在日侵之前，二人终于离婚收场，使球槎颇为沮丧。由于与儿子相处时间很少，父子间的感情也不深，因此儿子一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

直留在英国与金安莉一起生活(England，1998)。

失意于婚姻与家庭的球槎，只有全心投入股票投资和社会公益事务上的工作。除了曾担任香港证券交易所主席一职外，他曾是皇家香港游艇会(The Royal Hong Kong Yacht Club)的主席(Commodore)，又积极筹建并担任弱能儿童扶助会(The Society for the Relief of the Disabled Children)和根德公爵夫人儿童医院(The Duchess of Kent Children's Hospital)等重要职位，对香港社会有一定贡献(England，1998)。1980 年 3 月 6 日，在香港生活 70 多年的球槎死在前往诊所求医的路上，享年 89 岁。可以这样说，自幼至老，球槎绝大部分时间都是一个人生活的。

正因为球槎一直都给人"独行侠"的印象，临终前的只身飘零和病死路中的结局，也多少给人晚景凄凉、孤独终老的感触。在谈到球槎的离世时，麦定娟便不无感叹地说：

> 回想起来，球槎并未享过什么清福便过身了。球槎居于山顶，据闻那天他在巴士站候车，正准备往医生处求诊，抵达医务所时已觉不舒适，不久便过身了。(*Stock Market Artifacts and Archives Collection*：*Oral History*，1997)

虽然行内人对球槎"唯利是图、锱铢必较"的为人颇有微言，但球槎临终前的一项高尚举动，却为他赢来了生命终结后的不朽赞誉。为了推动并发展本地的高等教育，视香港为第二家乡的球槎，将毕生赚到的财富悉数捐出，成立一个球槎基金，用以奖励并扶掖那些在学术界有卓越成就的学者及学术研究项目。该基金对日后香港高等教育界的发展，贡献良多(England，2004)。

结　　语

20 世纪 40 年代是中国近代史上一个波涛汹涌的时期。除了抗日战争

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

转败为胜外，敌对纠缠长达20多年的国共两党，最后也在此时期出现了戏剧性的结局；而香港政治和经济的发展，同样风起云涌、峰回路转。重光初期，百业凋敝，社会秩序零乱，如果港英政府不能果断地实行军事管理，以铁腕手段稳定社会，并逐步重建整体社会和经济秩序，香港便没可能在短期内站得起来。如果社会和经济秩序没法恢复，股票市场更谈不上重开了。

从另一个角度上看，香港战后重建可以这么迅速，又与大陆政局急剧转变分不开。由于国民党政府败退台湾，而共产党政府则统一大陆，并坚持以共产主义思想治国，大量对共产党统治欠缺信心的企业和资金乃涌到香港，这对香港的社会和经济重建，有极为重要的作用。至于上海股票市场的没落，以及一批具国际视野和商贸网络的上海企业家到来，均对日后香港股票市场的崛起和本土工业的扎根，有极为重大的贡献。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第九章

经济转型与工业起飞

踏入20世纪50年代，香港经济再次在波谲云诡的中国时局和风云色变的世界环境相互交缠下，跌跌碰碰地成长起来。最先动摇香港经济基石的外围因素，是联合国对中国大陆实施的贸易禁运。其次是50年代末欧美各国为了维护本身利益，在本身工业竞争力日渐下滑的情况下，兴起一浪接一浪的贸易保护主义浪潮。至于1956年、1966年及1967年的连串暴动，也曾给香港的经济及社会，带来了巨大的冲击。

从较为宏观的角度上看，股票市场的起落，与香港以至世界各地的政治、经济及社会转变，均有着密不可分的关系。为了更全面地理解并分析香港股票市场的发展，我们有必要先谈谈香港50年代初所面对的经济难题。之后，我们会再阐述香港工业化过程中所碰到的一些机会和挑战。至于股票市场如何在起伏不定、转变急速的经济大潮中固本培元，进而昂首阔步，也将是本章所要探讨的其中一个重点。以下让我们先从贸易禁运冲击香港传统经济结构的问题谈起。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

贸易禁运与转口地位的滑落

正当香港的经济逐步走出战争的颓垣败瓦之际，朝鲜半岛的内战愈演愈烈，也愈扯愈广。事实上，自中国共产党以迅雷不及掩耳之势打败中国国民党而夺得大陆的政权后，以美国为首的西方世界，已因错估中国政治形势的急剧转变而大为紧张，并焦急地盘算着如何重新策动围堵并钳制共产主义思潮蔓延的战略。在韩国的内战上，由于美国公开支援以李承晚为首的亲西方汉城(Seoul，即现时的南韩首都首尔)政府，新成立的中华人民共和国顿然感到自己的国防安全受到威胁，因而决定在 1950 年 10 月出兵朝鲜，支持以共产主义作号召的金日成平壤(Pyongyang)政府，双方展开了激烈的战斗。

同年年底，以美国为马首是瞻的联合国通过对中国实施“贸易禁运”，希望以经济封锁的外交政策，围堵刚站稳脚跟的共产中国。由于英国一直站在美国一方，因此也附和了美国的提议，希望借联合国之名而对中国大陆实施贸易禁运。至于作为大英帝国统治地的香港，也只能身不由己地紧跟英国政府的外交政策，禁止一切与中国大陆有关的商贸往来。

对于一向依赖转口贸易的香港经济而言，贸易禁运就像截去了香港的生路，其沉重的打击，可想而知。自 1841 年开埠以来，香港便一直以国际转口港自居，出入口贸易更被视作香港经济的命脉，举足轻重(Chiu，1973；莫凯，1997)。所谓“贸易转口港”，即是以自己背靠中国大陆的优势，从大陆输出土特产和原材料等商品，转售西方或东南亚等地，再由这些地方采购工业制成品和土特产运回中国大陆，平衡彼此间的供应和需求。贸易禁运政策使香港与中国大陆的贸易往来，被逼割断了，而从事转口贸易或相关行业的市民，也立即变成“失业大军”，前路茫茫、忧心忡忡。

在美国贸易禁运政策的打击下，香港的对外贸易额——特别是与内地的贸易——锐减，企业倒闭成风，失业人数更直线上升。据政府方面在 1951 年 5 月 8 日的公布，1951 年首季，香港对内地贸易总值为 4 300 万英镑，而 1950 年同时期则有 9 100 万英镑，即减少了 4 800 万英镑，减幅高达五成三

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

(《星岛日报》,1951 年 5 月 9 日)。而同年 7 月 25 日劳工处发表的报告,更指该年首季失业人数达 24 500 人,显示贸易禁运的"后遗症",正在逐步浮现,并有日见严重的情况(《星岛日报》,1951 年 7 月 26 日)。

对于进出口贸易急剧萎缩引致经济呆滞的问题,当时的《星岛日报》发表了一篇名为"商业冷落战后罕见"的专题调查文章,并借一名不愿透露身份"商界权威人士"之口,讲述当时市面萧条、买卖萎缩的情况。文章上这样说:

> 目前本港商业冷落的情形,实为战后所仅见。出入口货,无论五金、西药、工业原料、纸张、纱布,无一不是门庭冷落,失业人多,购买力整体衰退,引致市面饮食娱乐事业,直接大受影响。据某权威经纪称,去年业务本繁,每日经他介绍的商品,达两三单。但本年以来,成交寥落。他认为主要生意如纸张、五金等,数月来竟无一单成交,其惨况可见一斑。若干商号负责人,对于问盘竟不愿作答,亦有成交后双方协议不将盘口公开,而暗作交投者。至于按揭生意,反倒畅旺,盖一般杂行,购入货物,久候不变,资金周转困难,或将货转按,或贱价沽出,"跳楼货"不断出现。照其观察,目前商场不景气已至极限,一方面定盘稀疏,另一方面外围牵扯,相信不久可扭转颓风。(《星岛日报》,1952 年 3 月 18 日)

在 1954 年 3 月份的政府年度工作报告中,港府便十分明确地指出联合国和美国对中国实施的贸易禁运,已严重地影响了香港的进出口贸易(《星岛日报》,1954 年 3 月 4 日)。事实上,禁运政策不独影响了香港整体经济的表现,连带商人的投资信心,也受到很大伤害。在另一个有关上海移民企业家与香港工业发展关系的研究中,我们发现那些在 1949 年前后移居香港的上海企业家,对当时贸易禁运引致的经济萧条,一直感到忐忑不安。他们既忧虑香港的投资环境会因大陆政局转变而无法独善其身,又怕禁运政策的旷日持久会窒碍香港经济重建的步伐。部分信心较为薄弱的投资者甚至选择将企业迁移至台湾、东南亚或欧美等地。也即是说,50 年代这场贸易禁运,不但重重地打击了香港的转口贸易,也大大地削弱了本地的投资者的信心,拖慢了香港整体经济的发展步伐。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经济转型与工业起飞

面对贸易禁运引致的转口贸易迅速滑落，一直高举自由贸易旗帜而不干预市场运作的港英政府，也显得束手无策。事实上，作为一个细小、开放并高度依赖对外贸易的经济体系，香港可以自主、自决的能力着实不强，如何能够在敌我分明、剑拔弩张外围格局的裂缝中左右开弓，并找出自己的出路，着实并不容易。

正当港英政府六神无主之际，那些在1949年前后涌到香港的难民，已自发地在那些破旧的工厂大厦内或山边的木屋区旁开立规模不一、设备简陋的所谓“山寨厂”，实行自力更生，靠自己双手重建自己的家园、打拼自己的未来，而那场前所未见的另类“工业革命”，便在这样的背景和条件下战战兢兢地展开，并彻头彻尾地改写了香港经济及社会发展的历史。

事实上，五六十年代兴起的这场另类“工业革命”，可说是上苍赐给香港的一次千载难逢而又极为巧合的机会，情况真是“得天独厚”。一方面是大批闽、粤沿海地区的难民因逃避战乱或政局不稳而涌到香港，使香港出现一个空前未见的劳力过剩现象，工资极为低廉；另一方面，大批上海企业家也因担忧前景而南下香港，他们不但手握大量资金，更早已建立起与西方各国的贸易联系，加上早前向英美等国订购的机械设备在因缘际会之下大多存放在香港，在别无选择之下，他们便只好在香港开起纺纱织布的工厂来(Espy，1974；Wong，1988)。

纺纱、织布、漂染、制衣是一门工序繁多、劳工密集的工业。这门工业的成功秘诀，除了要有精密而先进的设备和具国际网络及视野的企业家外，更必须有一个生产效率高但工资又低廉的劳工市场作后盾，才能真正成事。香港这个细小而原材料又极为缺乏的地方，却巧妙而奇异地可以在那个波谲云诡的时局下，集合了这三大要素，并发挥了一加一多于二的所谓“协同效应”(synergy)，为香港的工业化释放出巨大的发展动力。

为了更具体地解释香港工业起飞的过程，饶美蛟在“香港工业发展的历

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

史轨迹"一文中，引用了著名经济史学家罗斯托(W. W. Rostow)的"经济成长五步论"，说明香港工业化的路途。所谓"经济成长五步论"，即是传统社会(traditional society)、起飞预备(preconditions for take-off)、起飞(take-off)、走向成熟(drive to maturity)及高大众消费年代(age of high mass-consumption)等5个不同的阶段(Rostow，1960)。饶美蛟进而指出，早在50年代的香港，已充分具备了罗斯托所说工业预备起飞的条件，所以到60年代起飞时，速度便十分惊人了。饶美蛟这样说：

> 按照罗氏的概念，经济起飞需具备三个相关的条件：(一)投资率上升，由占国民所得的5%提升至10%或以上；(二)一个或多个高成长率的制造行业兴起；(三)存在或建立起一个政治、社会或机构的框架，进而开拓现代部门的发展，但有拓展外部经济的潜力，使经济走向持续增长的轨道。以第一个条件来说，香港的资本形成率在1952年已逾10%，1957年至1959年更达15%左右。其次，在1956年，香港已有多个快速成长的制造业部门如食品、纺织、成衣、塑胶和玩具用品等。同时，香港社会或机构框架在1950年代中已初具规模，可以开拓外部经济与现代部门的发展，而1959年后香港的经济亦在持续增长。由此观之，香港的经济应在1953年或1954年间起飞。(饶美蛟，1997：385)

回头看，不论五六十年代这场另类的"工业革命"是属于"预飞"，还是属于"起飞"，它的迅速发展不但能深入根本地解决大量难民集结在香港(举例说，1950年5、6月间，便有20万难民由大陆涌到香港)所带来的众多社会、治安、住房及就业等问题，又连消带打地调动了他们的积极性，专注于本地工业的发展上，使香港能迅速地摆脱转口贸易急速滑落的困窘，并一跃而为亚洲四小龙之一的现代化工业大都市，这相信并非政府及普罗市民预料所及。

事实上，战后香港本土工业的迅速发展，的确超出很多人的想像。在1956年1月1日《星岛日报》发表的一篇有关香港工业发展过程的专文报道中，我们更可具体地看到香港工业成长的一鳞半爪。文章指出，单以工业制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

品出口数值为例,1947 年时只占香港总出口额的 10%,到 1953 年时已上升至 25%,到 1955 年底更上升至 30%。据该报的估计,当时全港约有大小工厂及工场 4 000 多家,其中正式在工商署登记的,约有 2 500 家,显示香港工业化的进展顺利而迅速,成绩使人惊喜(《星岛日报》,1956 年 1 月 1 日)。

若从历年香港进出口贸易总值的数据上分析,我们更可清晰地看到香港经济成长的脉络。自杨慕琦恢复民政后,香港的进出口贸易已在强劲外围需求的带引下急速增长。在 1947 年至 1951 年间,香港进出口贸易每年均以双位数字上升。举例说,1947 年、1948 年、1949 年、1950 年及 1951 年间的进出口总值,便分别获得 27.67 亿元、36.16 亿元、50.69 亿元、75.03 亿元及 93.03 亿元不等。当中进口货值又远较出口货值为多,显示转口贸易的确主导着香港的经济。在进出口贸易持续增长的刺激下,香港经济重建的步伐,当然也走得颇为顺利(《香港年鉴》,1948～1952)。

1950 年年底,欧美各国对中国大陆实施贸易禁运直接打击香港经济的其中一项结果,可具体地反映在 1952 年香港进出口贸易急速下滑的数据上。该年,香港全年的进出口总值下降至只有 66.78 亿元。俟后的 1953 年及 1954 年,进出口总值仍持续获得下跌,这两年的进出口总值,分别为 66.06 亿元及 58.52 亿元。

由于工业快速起飞,踏入 1955 年,香港本土生产货物出口价值的增长,已抵消了因转口贸易锐减而造成总体进出口货值减少的情况。举例说,在 1955 年,进出口总值便扭转了过往数年的跌势,并获得轻微上升至 62.53 亿元的现象。之后的 1957 年、1959 年及 1961 年,总进出口货值更在强劲出口带动下持续攀升至 81.66 亿元、82.27 亿元及 99.00 亿元。

进入 60 年代,香港工业的发展更上一层楼,而出口货值已大大超出入口货值。1963 年,香港的总进出口货值为 124.00 亿元。到 1966 年及 1967 年,虽然社会曾经出现不稳定情况,但工业生产仍保持增长。两年的总进出口货值各为 154.00 亿元及 176.00 亿元,每年平均增长率同样高达双位数字(图 9.1)。

从 1958 年 3 月 6 日港府公布的有关工业制品外销的数据中,我们更能察觉香港工业起飞的轨迹。1950 年,香港工业制品出口总值为 19.66 亿元,1951 年、1952 年及 1953 年的数字分别为 31.17 亿元、21.80 亿元及 63.53

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

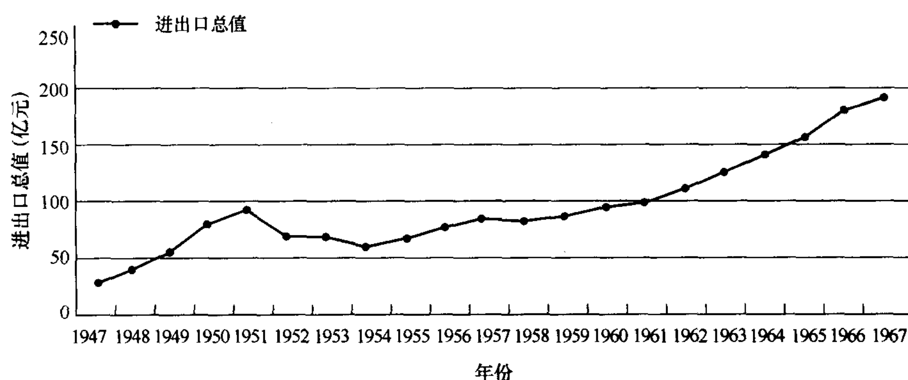


图 9.1　1948 年～1967 年香港进出口贸易总值

资料来源:《香港年鉴》,1947～1967

亿元。之后的 1954 年、1955 年、1956 年及 1957 年,再分别上升至 68.19 亿元、73.03 亿元、78.26 亿元及 79.39 亿元(《星岛日报》,1958 年 3 月 7 日)。不同数据均清楚地说明一个不争的事实:五六十年代香港转口贸易的迅速滑落与工业的快速成长,的的确确改变了香港整个经济体系的结构。

好景不长,到了 60 年代末叶,香港的工业已出现各种不同的挑战和障碍。首项重大打击是欧美各国的贸易保护主义,使港产货品受到卡压。其次是工资、原料及工厂租金的迅速上升,使生产成本大增。至于其他经济体系如南韩、台湾、泰国和巴基斯坦等地的直接竞争,也对港产货品构成一定压力。在众多困难中,欧美各国贸易保护主义的抬头,最使香港工业家头痛,对香港经济的打击,也最为巨大。以下且让我们略谈这场影响香港纺织及制衣业接近半个世纪的贸易保护主义浪潮。

西方贸易保护主义对香港工业的打击

随着发展中(developing)地区或国家经济战后的渐渐复苏,经济发展相当成熟的西方国家,便觉得本身的经济利益受到威胁,并千方百计地构思限制自由贸易的政策,英国更是西方资本主义阵营中最先对香港及东南亚地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

区的出口设下障碍的国家。对于英国政府率先计划在50年代末竖起贸易障碍的举动，当时身为中华厂商联合会会长的黄克竞便这样说：

英国兰开夏(Lancashire)纺织业反对现行(自由)贸易制度，提出要限制东方的棉纺织入口，英国工党经济专家也草拟了一项“棉品计划”，主张设立委员会，制订东方棉织品入口限额。这些建议一直受本港工商界的关注，站在香港工业发展与整体经济繁荣的立场上而言，吾人对此建议坚决反对。若此等建议落实，将对香港的工业带来巨大影响。(《星岛日报》，1957年11月22日)

但在英国政府的压力下，港府只能无奈地接受英方的“兰开夏协议”(Lancashire Arrangement)。根据该协议的规定，港商同意自动限制棉纺品销往英国的数量。然而，港商这种以“自动承约”(voluntary undertaking)的方法配合英国棉纺业复苏的行动，不但不能赢得欧美国家的认同，反而给他们拿来作为向自己施压的把柄。美国、加拿大以至西欧等国家相继仿效，要求港商采取同样措施，减少向他们输出纺织品(香港棉纺业同业公会，1973)，其中又以美国的态度最为强烈，与其一直高举的自由贸易旗帜，南辕北辙、互相违背。

受到欧美各国突如其来的贸易保护主义政策影响，香港的制衣业首当其冲，出口量急降，至于相关的产业如手套业、乳罩内衣业和棉织品业等，也相继陷于半停顿状态。很多从事制衣业的女工都被逼失业，勉强留在岗位的，工资也被大幅削减(《星岛日报》，1960年9月15日)。面对欧美各国在贸易上广布障碍的单方面行动，港商虽然多次进行斡旋，希望以谈判的柔性方法解决问题，但成效不彰。

最后，在无法忍受之下香港棉纺织厂商们向外发表了一份措词强硬的公开声明，鞭挞美国政府伪善而自相矛盾的贸易政策。声明上说：

当前的问题，并不是管制某几类入口货那么简单。不论美国政府赞成或反对，世人将会认为这是美国政策动向未明的反映，其影响之大绝不限于商业政策的范畴。自由世界——特别是发展中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

国家——一向都信赖美国是鼓吹自由的先锋，是坚持国际相互合作的倡导者，并期望她能够协助提高亚洲或非洲等地区的生活水平。（香港棉纺业同业公会，1973：52、58）

声明发出后，欧美各国的态度曾出现一些改变，其中尤以美方态度的转变较为明显。该国政府似乎明白到他们所奉行的单边主义思维和行动模式，很容易引来世界各国的反感和抨击，与自己过往向外宣扬的形象迥异。为了消弭国际社会的不满及反抗情绪，美国只好改用多边谈判的策略。这个政策转变，便是日后“日内瓦多边谈判”会议的由来。所谓“日内瓦多边谈判”，名义上是各国（地区）的棉纺织业组织，就各自的贸易和发展达成一种共识或“解决方案”，在“不威胁或破坏本国（土产）棉纺织品市场”的情况下，容许棉纺织品输入和输出。

不过，这种“不威胁或破坏本国市场”的规定，仍给西方棉纺织品输入国留下一着“杀手锏”，让他们可视本身的经济情况随时对输出地区开刀，实施限制。虽则如此，这个方案对炽烈的贸易保护主义气焰，总算有了一点冷却作用。在这个“贸易协定”的框架下，香港棉纺织业尚算维持了一段颇长时间的稳定和发展。可是，到 1969 年春，当该协定的期限即将届满之时，英、美国家又故技重施，再次搬出“保护本国经济”的巨石，阻挡国际社会通往自由贸易的道路。

同年 7 月 23 日，英国政府宣布取消联邦地区棉纺制品的配额限制，改为征收关税。其中棉纱的税率为 6.375%，棉布为 14.875%，成衣制品则为 17.000%（香港棉纺业同业公会，1973；《华侨日报》，1969 年 7 月 24 日）。虽然业界曾多次要求港英政府向伦敦政府交涉，表达香港工商界的不满。但是，在宗主国或西方列强面前，港英政府显然也是有心无力，并反复地以“政府奉行自由不干预原则”为借口，阐述自己支持自由贸易反对任何政府插手市场事务，从而拒绝社会上不同形式的诉求（《工商日报》，1969 年 4 月 2 日）。

事实上，就算面对世界各国的强烈反对，欧美国家仍是一意孤行地推行其贸易保护政策，而力度更是逐步加强。自 1969 年改配额为征税后，到 1972 年英国政府又宣布新政策，对联邦地区输出的棉纺品采取配额、关税并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

施的方法。也即是说，香港厂商输往英国的棉纺织品除了需要缴纳入口关税外，同时更不能超出原初的配额。这项“双重限制”的措施，对香港棉纺业带来了沉重的冲击。

配额制度可说是贸易保护主义者诞下的“怪胎”，它既反映出英、美国家竞争力不足，也暴露了西方世界口口声声尊重自由竞争背后的伪善嘴脸。在1959年的“兰开夏协议”中，当时港商本着扶助英国纺织业，使它尽快复苏的善意，将输往英国的纺织品配额（quota）固定在18 500万平方码的上限之内。可惜，这个出于善意的“限额协议”却开启了往后一波又一波的配额限制。正如俗语所说一样“受保护的儿童长不大”，因此，就算得到政府多番袒护和庇荫，英国棉纺业仍是每况愈下、“复苏”无期，而全世界的消费者却要为这种贸易保护政策付出沉重的代价。

正是因为英国带头对香港纺织品设置限制，美国随即以同样借口要求港商限制输美货品的数额。在无可奈何的情况下，香港工业家在1961年底答允将每年输出美国的纺织品固定在38 900万平方码的水平。这个先例一开，西欧各国、加拿大、澳洲和新西兰等国也或先或后跟随，而配额制度则变成国际贸易上的一种常设障碍。对于这种歪风，很多港商都深表厌恶，并多次力斥其违背国际间的自由公平竞争原则，要求港府正视（《华侨日报》，1969年7月24日、8月9日）。

面对工商界以至整个社会此起彼落的抗议声音，港英政府表现得颇为无奈。在介绍纺织业的发展历程时，前工商署署长曹广荣试图以平常口吻淡化港府未能为业界挺身而出、抗衡贸易保护主义的难堪和尴尬。他这样说：

> 香港纺织配额制度起源于1959年，当时香港首次接纳英国要求，约束本港输往英国之棉织品数量。自此以后，类似之限制协议，一直蔓延，随而演变为日后错综复杂的配额制度。（曹广荣，1980：63）

踏入70年代，随着保护主义者的气焰日高，配额数量也有调整。举例说，香港与美国在1971年9月达成的协议中，输往美国的棉纺织品限额便下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

降至每年只有 21 000 万平方码。而 1972 年 10 月与英国达成的配额协议，则减少至每年 76 000 万平方码。对于这个不合理的制度，业界虽然大声疾呼，坚决反对，但欧美国家仍是充耳不闻、限制如仪。

从 1978 年开始，香港与美国和欧洲共同市场输出纺织品方面，达成一项为期 5 年的新协定。根据该新协定的规定，输美配额改为 95 800 万平方码。对欧洲共同市场的输出配额则改为 153 000 公吨(欧洲共同体在 70 年代中采用十进制，配额也改由公吨计算，而非英制的平方码)，以符合这些西方国家本身的需求(香港棉织业同业公会，1980)。自此之后，随着市场需求的或增或减和保护主义气候的时冷时热，配额虽然略有调整，不过其基本方向仍没太大转变。贸易保护主义仍是指导西方经济体系的中心思想，这相信是信奉自由贸易的香港企业家们所不能接受的。

恰恰是西方各国纷纷竖起贸易保护的樊篱，灵活多变的香港工业家只好另辟蹊径，寻求新的出路。60 年代末，很多企业家一方面借提升产品质素、走高价路线而减低贸易保护主义的杀伤力；另一方面则逐步将业务转移到地产、电子、玩具、金融和服务等行业上去，至于开拓南美、非洲以至东南亚等市场，也是他们其中一些重要的应变方法。正因为他们推出了林林总总的企业策略，股票市场也间接受到刺激，而香港的经济体系从此也走上了产业多元化的道路。

垄断时期股票市场的发展

自香港股份总会和香港股票经纪协会合并为香港证券交易所后，香港的股票市场正式进入“一所独大”的垄断时期。受到买卖手续繁复及投资信心未恢复的影响，初时的交投量不多。后来，由于内地政局转坏，部分上海资金开始涌入香港。但是这些资金往往投向购买黄金一类较能“保值”的贵金属，对股票买卖兴趣不大，因此，1947 年初的股票市场并没有因资金涌入而直接受惠。到了 1947 年下半年，由于大陆政局进一步变坏，资金涌入的数量也愈来愈大，小部分流向股市的资金明显推高了一些较受欢迎股票的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

格。当时每遇资金涌向股市，股价必涨，而交投量也会立即上升（*Microfilm Records of Hong Kong Stock Exchanges*，1941－1986；图 9.2）。

到了 1948 年，由于上海资金持续涌入，加上部分股价在 1947 年获得不错增长，投资者对股票买卖的兴趣也增加了，该年的成交量便迅即上升至 1.59 亿元。不过，未几大陆政局急速转变，加上韩战旋即爆发，投资者对香港前途颇为担忧，使投资态度变得保守和审慎，而 1949 年及 1950 年全年的总成交额，分别萎缩至只有 0.88 亿元及 0.60 亿元，以比率计只及 1948 年的四至五成而已。

事实上，1950 年前后一段不短的时间内，香港股票市场均在外围政治环境阴晴不定的左右下表现得起落无常、毫不理想。一直到韩战和越战结束后，股票市场才逐渐活跃起来。举例说，当历时三载的韩战在 1953 年宣布停火时，香港股市的交投量便立即畅旺起来。1954 年越南停战，地区政局渐趋稳定，而世界各地的资金，也逐渐流入香港，使香港的股市则进入战后第二个畅旺时期，一些热门蓝筹股票如汇丰银行、东亚银行、于仁水艇、堪富利士、青洲英泥等，均创出战后的最高股价。

该年，香港股票市场的全年交易额达 2.52 亿元，比 1950 年大幅增长 3 倍。这一时期，香港股市每日平均交易额约在 100 万元（12 月 10 日股市成交额达 335 万元，创下历史新高），平均每月 2 000 万元左右（《星岛日报》，1954 年 12 月 11 日）。这种情况，正好说明外国厂商对香港前景抱有强大信心，因而刺激投资活动。

1955 年 1 月 4 日，股市单日成交额达 342 万元，创 5 年来单日成交的最高纪录。到 7 月 28 日，成交额更达 452 万元，再创二次世界大战结束以来的最高纪录。不过，8 月以后，因汇丰银行提高股票按揭利率及限制按揭成数，使股票价格下跌。但该年的香港股市成交额仍创下新高，全年多达 3.33 亿元，比 1954 年的 2.52 亿元增加三成多。

1956 年，发生苏伊士运河事件，国际政局动荡，加上英国提高利率以遏制通胀，香港英资银行跟随提高利率，股市转趋淡静，全年总成交额下跌至 2.11 亿元。1957 年，香港股市气氛仍未见改善，交投颇为淡静，全年成交额进一步回落至 1.48 亿元。以成交量计，仅及 1955 年高峰期的四成四。

1958 年上半年，情况仍未见好转，股市买卖两闲，大部分企业的股价皆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

呆呆滞滞，令成交量反复下降。不过，自下半年起，受银行相继调低存款利息影响，香港工业的发展也颇见活跃，加上经济结构正成功地由转口贸易转为工业生产，很多海外资金开始被吸引进来。另一方面，国际形势看来也渐趋稳定，因而刺激普罗市民的投资信心和兴趣，使交投量逐步增加。正是因为下半年扭转了颓势，该年的总成交量才获得轻微的增长，计有 1.50 亿元。

承接 1958 年年底股市炽热的气氛，多家公司的股价在 1959 年仍有理想表现。由于大部分股票的价格均持续上升，很多投资者均争相入市，使买卖变得颇为活跃。由于交投气氛不错，是年的总成交量急升至 3.60 亿元。到 1960 年，气氛仍然畅旺，个别股票如汇丰银行、香港电车、青洲英泥和香港置地等，均获得可观的升幅，而全年的总成交量也进一步推升至 8.76 亿元。

1961 年是战后香港股票市场首个“热火朝天”的年头，该年除了大小股票的股价获得可观升幅外，股票买卖、转手也十分炽热。由于股市气氛热烈，当时每遇有新股上市，市民认购的反应都十分热烈，而“超额认购”的比率，更动辄数以 10 倍计。在 3 家新上市的股份中，怡和公司(Jardine & Matheson)的表现最为突出，而九龙巴士(Kowloon Motor Bus)和太平企业(Gilman Holdings)也有不错表现。

1961 年 6 月，怡和公司上市，该公司以每股 16 元的定价，公开发售 902 948股新股，集资约 1.5 亿元。结果股票获 56 倍超额认购，冻结资金 8 亿元。怡和股票上市当天，收市价为 31.25 元，差不多高出认购价的一倍(Keswick, 1982)。怡和股价的急速上升，反映了当时香港股市的兴旺。事实上，该年的香港股市无论在成交量和股价方面都创战后新高，每月成交额在 1 000 万元的，已极为平常了，至于每月成交额达 1 亿元的，亦非少见，该年全年的总成交额，更高达 14.14 亿元，市况之旺，是战后所罕见的(*Microfilm Records of Hong Kong Stock Exchanges*, 1941 - 1986，图 9.2)。

由于股票市场气氛炽烈，部分存户更从银行体系中提走大量存款，希望转移到股票市场图利。据说这种举动甚至间接触动了银行挤提风潮，而香港其中一家历史较久的华资银行——廖创兴银行——便是在这样的传言中陷入不能自拔的困境，结果需要汇丰银行和渣打银行帮上一把，才能渡过难关。从股票市场略有表现，银行体系便出现问题的现象看，香港金融制度的运作和监察，明显未见成熟。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

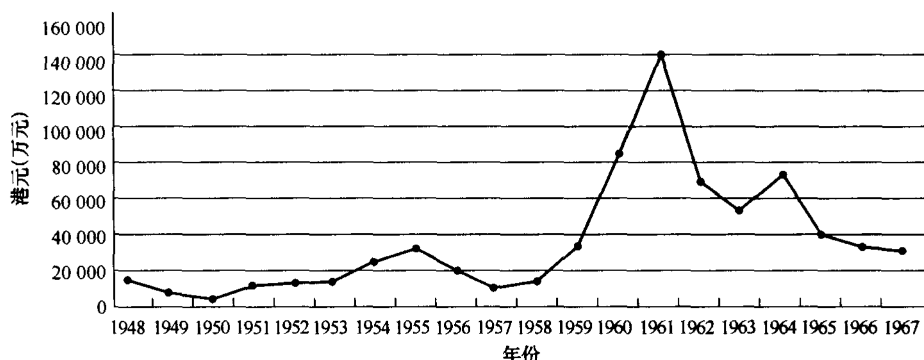


图 9.2　1948 年～1967 年香港证券交易所每年成交总值

资料来源:《香港年鉴》,1947～1967

针对银行体系的毛病,港府急谋对策,并于 3 年后通过了银行监管法案——《1964 年银行条例》(*The Banking Ordinance*, 1964)——借以堵塞漏洞。因此,从另一个角度看,1961 年的银行风潮,虽然浇熄了那热火烘烘的股市,但却加速了金融及银行制度的自我完善和自我改革(Schenk, 2003;汤开建、萧国健、陈佳荣,1998)。

由于股票市场偶有表现便出现银行挤提事件,很多投资者随即也变得谨慎起来。事实上,自 1962 年起,香港便面对着一连串变动,当年美国突然宣布限制香港棉纺织品进口,接着发生中国和印度的边境冲突。外围剑拔弩张的气氛又再次困扰香港的股票市场。自 1962 年至 1964 年这 3 年间,香港股票市场均表现得平平静静。举例说,1962 年的全年总成交额便只有 7.01 亿元,1963 年则进一步下跌至只有 5.21 亿元。到 1964 年略为上升至 7.48 亿元。虽然股市表现一般,但这期间仍有数家公司上市,他们是中华巴士(China Motor Bus)、欧德礼影片(H. Odell Productions)、生力啤酒厂(San Miguel Breweries)、南海纱厂(South Sea Textiles)及联业纱厂(Textiles Alliances Limited)等公共运输及制造企业(*Microfilm Records of Hong Kong Stock Exchanges*, 1941－1986)。

1965 年 1 月 27 日,汇丰银行为了纪念创业 100 周年,公布每 2 股发送 1 股红股,另加派现金股息。可是,汇丰银行这个举动,并没有给香港添喜添乐,随着连串银行挤提风潮的发生,股票市场也显得风雨欲来。就在这年的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1月,明德银号被挤提,2月,广东信托银行又传出财政不稳的消息,使很多存户大为紧张,并“一窝蜂”地涌到银行取回存款,而银行最终被逼清盘。受事件牵连,一向予人稳健印象的恒生银行也传出不利消息,银行门前出现了长长的“人龙”,而其他华资银行如广安银行、道亨银行、远东银行和永隆银行等也先后被波及,出现排队取回存款的浪潮(Schenk, 2003)。社会学家莫尔顿(R. K. Merton)所说“错误信念的开始演化成真实结果”的“自我验证预期”(self-fulfilling prophecy)理论,恰恰反映在这时期一浪接一浪的银行挤提风潮中(Merton, 1968)。

对香港金融及股票市场的发展而言,1965年可说是“多事之秋”。银行挤提之风未止,外围局势的急速转变牵动了无数投资者的神经。同年3月,美国派出军机轰炸越南,使战争逐步扩大。另一方面,英国工党在选举中获胜,并取得政权的消息,又使香港的投资者担忧港府的政策会因工党上台而出现重大转变。至于苏联方面,传闻赫鲁晓夫下台的消息,也使股票市场变得前景不明。虽然港府在6月底落实兴建红磡海底隧道计划的消息,曾使部分与该建设项目有关的企业如会德丰、青洲英泥、置地及汇丰银行等出现一定反弹,但只属昙花一现,之后股市又在外围环境不明朗的因素带动下显得呆呆滞滞。这一年,有两家公司上市,他们是港机工程(Hong Kong Aircraft Engineering Company)及和记企业(Hutchison Holdings)。

事实上,1965年、1966年及1967年是60年代香港股票市场其中一段表现较差的年代。在这3年里,恒生指数——一项统计股市表现的数据(基础年为1964年7月31日,其时的基点为100.00)——每年平均数分别为86.57点、82.17点及69.18点,至于全年总成交额则分别下降至只有3.89亿元、3.50亿元及2.98亿元(*Hong Kong Stock Report*, January 1970,图9.2)。恒生指数的持续下滑和成交量的每况愈下,既显示投资者信心薄弱,也间接反映出“一会独大”环境下股票市场的不思进取和消极被动,这或者正是垄断经营其中一项令人诟病而又无可避免的负面效应。

对于这时期股票市场“买卖两闲”、“交投淡静”和“静中带疲”(当时中文报章一些常用的股市“评语”)的情况,英文《香港虎报》(*Hong Kong Standard*)有这样较为具体的描述:

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

香港证券交易所——一个股票买卖的地方，这些日子以来均十分宁静。很多经纪现时都很少到那里了，因为那里已没生意做了。毫无疑问，有很多人希望出售手上的股票，但买家却寥寥可数。(*Hong Kong Standard*, 19 August 1965)

事实上，在我们的访问中，当资深股票从业员朱颂田被问到五六十年代股票交易情况时，他的回应或多或少也反映出60年代中期股票市场表现差强人意的现实情况。他这样说：

我在1959年入行时，由早到晚只升一两个价格(位)，基本上波幅甚细(少)……客户买股票多为收取股息，每年只转一两次手……交投量极为淡静。(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)

简言之，由50年代初至60年代末，香港股票市场除了1961年有较为突出的表现外，其他年份可说是差强人意的。除了交投量增长不甚明显外，大部分企业的股价，也“长进”不大，至于新企业“上市”的情况，也是寥寥可数、为数不多。就算股市偶有表现，往往也是为时不久，数月间便“打回原形”。一句话，当五六十年代的工业发展弄得如火如荼之际，股票市场则宛如一潭死水，平平无奇，使人大感不解。

工业起飞与股市呆滞

谈到五六十年代香港工业化和股票市场各自的表现时，我们会很自然地联想到两者之间的关系。到底股票市场这个筹集资金的重要场地，有否如理论般发挥它筹集资金并推动香港工业和经济发展的功能呢？换另一个角度说，在香港经济及社会急速蜕变的时期，股票市场有否紧跟社会及经济发展的步伐，作出恰当的调整和配合呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从上文香港工业的发展轨迹和股票市场的表现当中，我们或者会有初步的印象，知道两者间的表现似乎有些背道而驰。举例说，当本地工业在50年代节节上升之际，股票市场反而疲不能兴、呆呆滞滞。50年代末、60年代初，当纺织业因欧美掀起贸易保护主义帷幕而显得力不从心时，股票市场则一度热热炽炽。到60年代中工业渐趋多元化而又表现极为理想时，股票市场又因银行挤提风起而再陷困境，交投淡静(图9.1及图9.2)。

对于这种情况，不同学者的研究都颇为一致地指出，股票市场发展完全跟不上经济发展的步伐(Wong, 1986；何道明、陈宝明，1989；周亮全，1997)。一向对香港金融历史和制度素有研究的英国学者沈茵琦(C. Schenk)便这样说："从战后香港工业化的发展过程上看，股票市场明显不是筹集资金的重要工具"(Schenk, 2004: 143)，至于另一位学者何冬(D. He)也十分明确地指出股票市场失去了它支持经济发展的功能。他这样说：

> 在20世纪五六十年代，当香港经济急速成长之际，股票市场则几乎陷于睡眠状态(dormant)，制造业——香港迅速工业化的动力来源——几乎是在没有股票市场的帮助下发展起来的。(He, 1993: 175)

为什么香港经济可以在股票市场疲不能兴的情况下茁壮成长呢？这既是很多国家(及地区)政府急欲了解的问题，也是学术界一直很希望探求的课题。但是，对于那些对中国及香港历史有一定认识的人而言，问题一点也不复杂。或者说得更加准确一点，五六十年代的香港，一点也不缺乏资金。因此，就算股票市场无法发挥筹集资金的功能，经济发展也不会因此而受到窒碍。

紧接着的问题是：为什么香港不缺资金？其一是大批上海企业家将自己的财产、积蓄和机械设备等转移到香港，以避风头；其次是大量海外华人的资金原本计划汇回家乡，但因内地政局出现突变而"滞留"香港，使本地银行体系的存款急升，资金欲寻出路。至于50年代初期经济发展仍处初阶，地租、工资、原料等生产成本相对较低，令创办企业的"启动资本"(start-up capital)没有像今天那么庞大也是原因之一。正是因为这些缘故，制造工业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

才会像雨后春笋般迅速成长,而香港的经济才能展翅高飞。

结 语

综合以上的论点,我们可以看到五六十年代香港的经济,可以扭转一浪接一浪的挑战,并迅速转型和腾飞,除了有外围国际环境在推波助澜外,中国因素也最为关键,当中又以大批上海企业家携同资金、人才及机械设备的南来,更奠定了香港工业本土化发展的基础。

回头看,香港工业发展的路途实在并非一帆风顺、无风无浪的。60 年代欧美各国为自身利益而树立的贸易保护主义樊篱,便是其中一些重要障碍,至于地租、工资及原料等生产成本的急速上升和外部竞争的日见炽烈等,也是香港企业家们不能轻视的挑战。虽然面对种种困难,香港的企业家们仍能凭借本身的灵活变通,化险为夷,使生产保持稳定增长。

香港工业发展的卓越成就,并没有给股票市场带来多大冲击。反过来说,工业发展虽然热火烘烘,但股票市场则静如止水。1961 年的股票市场曾经有不错表现,交投量和股票价格均获得不错增长,但之后却因银行挤提问题而急速降温。事实上,股票市场和银行体系是相互依偎、共存共生的,当其中一方"感冒"时,另一方是很难不会"伤风"的,1965 年的另一场银行危机,便令股票市场一沉不起、交投萎缩。

由于银行系统接二连三地发生危机,港英政府才下定决心,改革香港的金融制度,《1964 年银行条例》和《1966 年银行(补充)条例》等的相继出现,便是最好例证。正因为港府此时能够改变过往不理不睬、任由死活的所谓"不干预"政策,并果断地在银行和金融制度上进行改革,强化市场与政府间的相互制衡和监察,香港的金融制度才能较为健康地发展起来,这对日后香港金融中心地位的建立和完善,有着极为关键的作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十章

六七暴动与股市转势

就在香港工业茁壮成长、出口贸易节节上升而市民生活又渐见改善之际,发生了一场席卷全港的大暴动。该暴动发生的成因、抗争目标、手法、过程,以至结果,与 1925 年的省港大罢工有点相似,至于该场暴动对香港社会、经济和股票市场的冲击,则远比省港大罢工巨大,影响也更为深远。

暴动炽烈之时,香港社会显得人心惶惶,经济近乎停顿,至于大量游离资金,更因担忧局势恶化而急急流出香港的银行体系,投资信心之薄弱,实为战后所少见,大部分市民都对前景感到悲观,小部分人甚至选择离开香港,移民他方。本章将会粗略地讲述 1966 年及 1967 年这两场动乱的前因后果,之后再谈谈动乱对股票市场的冲击,至于暴动过后香港经济及股市的重建,也会是本章其中一个探讨的范畴。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1966年的骚动

要准确地描述1967年的暴动，我们有必要先谈谈1966年天星小轮因增加票价而引起的骚动。自天星小轮因开办新航线乘客不足而在1965年底提出增加票价的申请被拒后，该公司又在1966年3月故调重弹，再次提出加价申请。对于小轮公司言之凿凿的陈情，相关的交通咨询委员会最后接纳了申请，准许该公司提升票价。但委员会的决定却引起了普罗市民的强烈不满，认为小轮公司罔顾公众利益，增加市民负担，并会刺激起公共事业的连串加价潮。当时的市政局议员叶锡恩(E. Elliot)更以"为民请命"的姿态，呼吁全港市民反对小轮公司的加价行动，当中更有人采用"绝食抗议"方式，向政府及小轮公司表达不满。

在抗议天星小轮加价运动中带头绝食的，是个被形容为"性好抱不平，沉默寡言，曾在天主教机构、酒店及广告公司等地方任职"的普通市民，他的名字叫苏守忠。为恐事态恶化，警方在苏氏绝食不够两天的时间(即4月5日)便将他拘捕，并控以"阻街及阻差办公"等罪。可惜，警方的行动不但不能平息风潮，反而引起更多市民的抗议和同情，甚至激起原初持中立态度人士的不满，使抗议人数暴增，当中又以年轻人最多。由于大批人群聚集在旺角警署声援苏守忠，事件最后演变成骚乱(苏守忠，1998；周奕，2002)。

鉴于事态严重，港英政府在同月7日宣布在九龙地区实施戒严，并四出搜捕滋事分子，事件扰攘数日后才在4月10日平息。从港府日后成立专案小组的报告书中看到，骚动导致1人死亡，18人受伤，而遭警方拘捕的，则多达640人。报告书同时指出骚动并非有预谋、有组织甚至有政治目的的反政府行动。由于暴动中有很多"愤怒青年"，报告特别指出港府应注视"青年人之特别问题"(《1966年九龙骚动调查委员会报告书》，1966)。

另一场牵动人心的政治抗争运动，发生在与香港一水相隔的澳门。1966年11月澳门氹仔居民计划自资建立小学遭澳葡政府拒绝的事件引发警民冲突，使左派人士与政府的关系大为紧张。同年12月3日，大批澳门市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

民聚集澳督府请愿，并引来警方铁腕镇压，造成3死63人受伤，是为"一二三事件"。这次事件轰动整个澳门，并引起连串罢工、罢市的抗议浪潮，使澳门当局陷入前所未见的管治危机（黄启臣，1999；周奕，2002）。面对群情汹涌，澳葡政府最后作出让步，除了答应严查招引镇压的人员外，又同意向受害人士及其家庭赔偿。受到事件影响，香港曾经一度出现抢购食米和不理性抛售股票的现象（郑宏泰、黄绍伦，2005）。

以上两件重大社会骚动的成因虽然众说纷纭，但给港英管治阶层和社会治安发出的信息，却一点也不含糊。可是，1966年骚动的调查报告，除了排除抗议人士的政治目的外，却一点没有对当时市民所受到的不公平对待、内心的郁结和怨愤作出深入而准确的分析和评论（《1966年九龙骚动调查委员会报告书》，1966；周奕，2002）。由于报告书没有提出具体安抚民心、疏导民怨和改善民生的方法，港英政府也将之视作个别暴徒撩事生非、破坏治安的事件处理，基本上漠视了事件背后所反映的重大社会潜在危机。

如果说香港市民对当时社会问题和政府管治的不满正如炽热的柴火在不断升温，那么澳门市民在"一二三事件"中成功逼使澳葡政府让步的信息，相信就如火乘风势般被迅速传播开去。与反对小轮加价的骚动不同，澳门的"一二三事件"明显掺入了政治色彩，而左派人士在运动中重击澳葡政府的"成绩"，更刺激起香港左派内部的极左思潮，认为只要高举"反殖反帝"的旗帜，并恰当地运用毛泽东思想，再团结广大的低下阶层，任何运动均能取得胜利（周奕，2002）。即是说，当柴火与风势产生了互动，结果便十分严重了。这正是1967年暴动与1966年港、澳两地骚动之间的一些微妙关系。

1967年的暴动

1967年4月3日，中央的士公司——一家由胡忠家族所拥有的计程车（的士）公司——因与司机之间的一些工作安排出现分歧而相互指责。该分歧原本只属一般的劳资纠纷，但因有左派人士牵涉在内，问题变得较为复杂。幸好当时的负责人胡应湘果断明快地将问题解决，事件才算平复下来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中央的士公司的劳资风潮刚刚落幕,另一场更大规模的纠纷却迅即骤至。由于这次资方的处理手法和态度过于强硬,劳方受影响人数又较多,加上牵涉的政治力量较为复杂,风潮显得较难解决。当任何一方稍欠克制,风潮便迅速蔓延,并一发不可收拾地演变成席卷全港的大暴动。

暴动的导火线来自一家人造花厂。该家设于新蒲岗大有街的香港人造花厂在 1967 年 4 月 13 日颁布了十项员工纪律及工资安排的新规定,借以加强规管及约束工人在工作岗位上的举动。不过,这项新安排却引起部分左派工人的不满,并集体向资方交涉。可是,这样的交涉行动不但得不到资方的妥善回应,工人代表反而遭到解雇,使受影响的工人更加不满。

5 月 5 日,部分被解雇的工人乃集体到工厂门外聚集抗议,并因企图阻止另一批不支持与资方正面交涉的工人开工而再次与资方发生冲突。由于彼此间态度强硬,气氛极为紧张。为恐事件引发更为严重的冲突,资方高调“报警”,要求警方介入。警察到场后,立即拘捕了部分带头滋事者。但是,这样的做法又进一步刺激抗议人士的情绪,使抗议之声此起彼落,一浪接一浪。

5 月 11 日,约有 1 500 名工人再到香港人造花厂门外聚集和抗议,并与防暴警察发生冲突。警方为了控制场面,一方面使用武力将人群驱散,另一方面则在九龙区实施宵禁,以防暴乱进一步蔓延。虽然警察严阵以待,但暴乱还是向东头村及黄大仙等地蔓延开去。结果,宵禁行动要延至 5 月 14 日才能解除(*The Hong Kong Government Gazette Extraordinary*, 12 May 1967)。

5 月 15 日,中国外交部发表声明,一方面谴责港英政府处理示威行动的手法,另一方面则公开表示支持左派工人的“斗争行动”。声明上更要求英国政府责成港英当局立即接受香港中国工人和居民的全部要求,停止一切“法西斯”措施,释放全体被捕工人,惩办凶手,向受害者道歉并赔偿一切损失,并保证不再发生同类事件。受到声明的刺激,翌日便有左派的运动领袖发起成立“港九各界同胞反对港英迫害斗争委员会”(简称“斗委会”),并仿效内地“文革”的手法,高举《毛主席语录》,与港英政府进行抗争。为了防止冲突影响社会安定,港英政府立即宣布宵禁,而港岛更一度需要实施戒严,这是二次世界大战结束后少有的情况(*The Hong Kong Government Gazette*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Extraordinary, 17 May 1967)。

5月17日,英国政府就中国外交部的声明发表文告,重申伦敦政府全力支持香港政府在处理事件上的手法及立场,但文告同时也表明英方对中国并无敌意,希望事件早日结束。由于中、英双方的立场鲜明,态度强硬,抗议势头也丝毫没有缓和迹象。

5月23日,港九工人纷纷举行罢工,而先后宣布加入罢工行列的,计有香港巴士、九龙巴士、香港电车、中华煤气、九龙船坞、天星小轮、油麻地小轮、红磡发电厂、北角发电厂、太古船坞、太古糖、牛奶公司等大型企业的工人。6月10日,海事处、邮政局、水务局、工务局、市政局等政府机构的工人,也加入罢工行列。不过,这些行动只维持了很短的日子。到了6月中,大部分工人及企业已开始结束罢工,恢复生产,如中华煤气、牛奶公司和太古船坞等,只有小部分工人仍坚持继续罢工。据汤开建、萧国健及陈佳荣引述同年6月25日新华社香港分社的消息说:

> 香港远洋海运货轮装卸、吞吐工作基本停顿,八成的电车、公共汽车、货车、出租车和渡海小轮的工人罢驶。邮政局的邮件堆积如山,1 800多袋邮包及信件未能及时送出。外资银行被挤提10余亿元,股票市场停市,旅游业呈现萧条现象。港府各部门也因罢工而处半瘫痪状态。(汤开建、萧国健、陈佳荣,1998: 812)

对于左派报纸的报道,一直支持港英立场的右派报纸,曾经作出质疑,认为报道夸大失实、以偏概全,他们甚至指出大罢工对香港经济和社会的打击,没有左派媒体所说那么大(Ma, 1967)。

为了针对左派人士四处张贴"大字报",煽动罢工活动,港府在6月24日以《特别宪报》(*Gazette Extraordinary*)的形式,公布由即日起实施《1967年紧急措施(防止煽动性标语)条例》[*Emergency*(*Prevention of Intimidation*) *Ordinance*, 1967],严禁任何人士在任何建筑物、电车、火车及船只上张贴煽动性标语(*The Hong Kong Government Gazette Extraordinary*, 24 May 1967)。

7月中,更有抗议人士向警局投掷炸弹,幸没造成人员伤亡。但俟后的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

"炸弹惊魂",则愈演愈烈、一浪接一浪,甚至造成很多人员的伤亡,使社会大众人心惶惶。8 月 5 日,新界边界地区更传出有中方搬运工人越过罗湖的英租界,缴收了戍守边界香港警察的枪械,使市民以为中方会以军事手段提早收回香港。为了维持边界的安宁及稳定民心,港英政府乃改派英军接替警察戍守边界,使社会气氛稍微平静下来。

9 月初,由于中共中央下令禁止在香港进行暴力斗争,左派反英活动明显减少。而曾一度停顿的广九铁路运输,也告恢复通车,副食品供港数量也日渐增加,至于中方在 10 月 1 日依约恢复向港供水的行动,更令市民的忧虑大大消除。事实上,由于大陆依约给香港供水和供粮,加上中央政府表明不支持过激的抗争行动,暴动基本上已"后继无力",虽然个别抗议示威或"炸弹袭击"仍牵动着每个香港市民的神经,但很多人对暴动破坏社会秩序,扰乱治安,并引起无辜市民伤亡的行为也深感不满。至于警方增加打击力度,并雷厉风行地四出搜捕策动分子的行动,也使后者渐渐收敛。到了该年年底,暴动基本上算是结束了。据官方统计数字,这次旷日持久的暴动一共造成了 40 人死亡,617 人受伤,而被捕人数则不计其数(Ma, 1967; Waldron, 1972; 周奕,2002)。暴动牵涉层面之大,对民生、社会及经济造成冲击之大,可想而知。

暴动与港英管治的检讨

虽然港英政府一直将 1967 年这场震撼社会的暴动定性为"左派势力煽动、策划和组织的"行动,但不少学者和市民都认为港英政府"不察民情、不理民怨"的统治,本身也是引起暴动的主要源头之一。政治学者史葛(I. Scott) 在他的成名著作 *Political Changes and the Crisis of Legitimacy in Hong Kong* 一书中,便清楚地指出了这一点。史氏认为港英政府统治香港的重要指导原则,美其名是"不干预华人社会",实际上是"不理华人死活",统治者与被统治者之间没有民情上达的途径。这种管治模式,在战前人口没那么多而社会结构没那么复杂时仍勉强"行得通",但战后香港人口急速

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

膨胀，社会及政治生态已出现了巨大变化，加上战后在香港土生土长的一代已“长大成人”，他们对一个自己成长的地方有要求，也是理所当然的。可是，史葛认为当时的港英政府并没有正视这种转变，并一如既往地“漠视他们的诉求”，使年轻一代和低下阶层极为不满。结果，当社会上有什么风吹草动时，只要有心人从中煽动，过往积压的不满情绪很容易便如山洪暴发般一发不可收拾(Scott, 1989)。

史氏的观点使我们想到《星岛日报》在1966年8月2日刊登的一篇名为“认为香港无出路、百万居民迷茫”的“民意调查”。据报道，该调查从18 000户家庭中抽选了具代表性的家庭，再进行深入的访问调查，当中约有两成半受访者表示如果可以选择，他们会离开香港前往别处定居。由于当时香港的总人口约有400万，该报因而推算全港约有100万人有意愿离开香港(《星岛日报》,1966年8月2日)。

在此，且容我们拉开一点说说一项我们(香港大学)在1988年起，连同香港中文大学及香港理工大学共同推行的全港性社会指标调查的发现。在这项每两年一届进行调查的研究计划中，我们发现当香港受到重大事件冲击时，计划移民的比率，便会随之而转变。举例说，在1988年——即香港已确定会在1997年7月1日回归中国时，有19.2%受访者表示他们会计划移民。到1990年——即经历过1989年的“政治风波”后，当时的社会人心极不安宁，而计划移民的比率，便迅速上升至25.0%，与1966年“两成半受访者计划离开香港”的数字极为吻合。也即是说，1966年的人心浮动，实在和1989年刚发生“政治风波”后的情况颇为相似。之后，我们发现随着香港社会稳定下来，计划移民的比率也逐步回落至1993年的11.2%及回归前(1995年)的11.2%了(郑宏泰、黄绍伦,2002)。

有一点值得注意，在八九十年代，当计划移民的比率大幅上升时，香港曾经一度出现极为严峻的“人才外流”(brain-drain)及“资本外流”(capital drain)，引来社会极度的惶恐和不安(相关讨论可参阅第十八及十九章)。从这个前后的对照中，我们实在不难感受到1966年前后的社会，的确充斥着矛盾、迷茫和不满，而这恰恰正是1967年暴动迅速蔓延的一些内在原因。

针对当时这个令人“震惊”的调查数据，《星岛日报》的记者访问了当时的区议员叶锡恩和联合国协会香港分会执行秘书马文辉，两人的回应多少

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

反映了当时社会所面对的重大问题。以下且让我们引述他们的看法。在回应记者的提问时，叶锡恩这样说：

> 除了那些已经在香港创业的巨商，及那些具英国承认资格的人能在香港"吃得开"外……许多香港居民并没好的出路或前途……所有在中学毕业后未能进入大学的学生，皆属这一类……即使已合资格的医生、教师与律师，如果没持有英联邦的证书，也包括在内。(《星岛日报》，1966 年 8 月 2 日)

至于马文辉的评论，则更加辛辣直接。他说：

> 有很多香港人"外向"(即计划移民他方)，要离开香港，是因为香港没有令人"永久"的感觉。香港没有足够的安全，人们也觉得香港没有正义存在……那些表示要到海外其他国家安居的百分之二十五香港人，是在做"白日梦"。(《星岛日报》，1966 年 8 月 2 日)

虽然报道并没有透露抽样和调查的方法、访问的主要内容和其他细节，但调查数据和社会人士的回应，却带出一个十分清晰的信息——很多市民对港英政府的管治已十分不满，就算是在香港成长和接受教育的一群，也没法得到公平、合理的待遇。从这些简单的数据和评论中，我们粗略地可以推测当时的受访者对香港的归属感，应该不会高到哪里去的。事实上，相关的论点也可从《1966 年九龙骚动调查委员会报告书》中得到证实。在报告书中，调查委员会便清楚地指出那些曾经参加抗议的人士，表示对香港"欠缺永久性的感觉"，也"没有归属感和没有切身利害的关系"。还有一点值得注意，由于该调查是在 1967 年巨大暴动发生之前进行的，因此它对当时社会状况和民心向背等的评估、掌握和分析，应该是有很大参考价值的。

事实上，一般市民对当时社会状况及暴动的看法，可清楚地从 1967 年 10 月初一封市民的投书中表现出来。1967 年 10 月 3 日，一直支持政府立场的《星岛日报》刊登了一封署名"郑郁郎"的"读者评论"，指陈港英的统治，制度其实极不公平，华人受到诸多歧视，因而心有不满，助长暴动的蔓延。文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

章结尾时还要求港府吸取教训,改善施政。该篇名为《香港的前途》的文章,虽然篇幅不长,但却扼要地道出了该场暴动所反映的社会矛盾,以及暴动没有动摇社会根基的重要原因所在,文章引起了社会很大回响。该文章这样说:

> 过去,政府只寄望于名流、豪门、富贾,经过此次事件考验后,应认清肯在危难中支持政府的,并不是名流、豪门、富贾,而是终日辛勤的一般居民。至于一般居民的庞大力量,较诸名流、豪门、富贾,有过之而无不及。(郑郁郎,1967)

文章进而建议政府应摒弃一贯歧视华人的政策,并扭转过往鲜少注意普罗市民生活状况的施政失误,进而改革社会的劳工保障制度、社会保障制度、失业保障制度、医疗保障制度和教育制度等,以赢取广大市民的支持。郑郁郎续写道:

> 过去,社会缺乏正义,贫富悬殊,富者"有头有面",贫者贱如非人,白色人种成为第一种人,有色人种成为"次等居民",这是莫大的不公平。中国人是不甘做"次等居民"的,很多人移居外国就是因为不甘在香港做"次等人"。如不改善,社会将永不安定,乱事也会不断发生,永无宁日矣!在现代社会里,不应有如此不公平的现象。非彻底消除此界限不可,非彻底消除歧视及不公平待遇不可。(郑郁郎,1967)

事实上,郑氏除了一针见血地指出社会不公平的现象,并呼吁政府进行全面改革外,还在文章结尾时要求施政者不分种族、肤色,公平公正、一视同仁地对待所有香港市民。他说:"只有平等合作,才能使社会安定、进步、繁荣。"(郑郁郎,1967)

以上不同阶层人士对当时社会状况和暴动根源的看法,或许略有出入,但矛头直指港英施政失误的情况,则颇为一致。事实上,港英政府自轩尼诗以降借吸纳极少撮华人精英进入立法局而拉拢华人社会的手法,到了五六

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

十年代已明显行不通了。其一是社会结构变得更为复杂,不同阶层已日渐注重自己的利益;其二是土生土长一代崛起,他们对香港社会既有承担亦有要求,因而不能接受长期遭到政府漠视和歧视的事实;其三是社会制度(如劳工、医疗、教育和社会保障等)严重滞后,无法配合急速的社会转变及经济发展。正因为社会转变急速而港英施政仍停留在早期统治时漠视香港人实际需要的"孤傲"作风,使民怨愈积愈深。

鉴于中下阶层对社会存有很大怨气,自 1968 年起,第 24 任港督戴麟趾(D. C. C. Trench)便着手构思如何针对普罗市民的需要而改善施政、提升管治的方法,而从教育、福利、房屋及防止贪污等范畴进行结构性改革的建议,则被视为工作重点。虽然戴氏在风暴结束后已开始酝酿改革,但最终可以落实施行的并不多,真正将改革计划付诸行动,并干出一些成绩来的,则是其继任人麦理浩(M. MacLehose)。

暴动对股市的冲击

这次旷日持久的大规模暴动,对香港股票市场的打击可说是极为沉重的。正如上一章所谈的,20 世纪 60 年代中,在银行挤提风潮牵连下,股票市场的表现已差强人意,至于 1966 年及 1967 年的连串暴动,更增添了投资者的疑虑,令股票市场雪上加霜。本节且让我们谈谈连串暴动对股票市场的冲击。

承接 1965 年股票市场由强转弱的疲态,1966 年的表现也好不到哪里去。虽然各大企业在 2、3 月份公布的业绩尚算理想,而派息也颇慷慨,但市场气氛仍是载浮载沉、了无起色。3 月份后,在缺乏利好消息刺激而暴动浪潮又愈演愈烈的情况下,股市交投更进一步下滑,股价也只跌不升。不过,有一点值得指出,趁着股市疲弱之时,以祁德尊(J. D. Clague)为首的和记企业,却先后收购了屈臣氏和德宝洋行,壮大企业的力量,为下一步的发展作好准备。

4 月初,原本只属"小事一桩"的反加价运动,却急速发展成破坏社会稳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

定的骚动。受到这个突如其来的打击，股票市场更加疲不能兴、买卖不振。幸好事件很快平复，股市及经济也重回正轨。但是，一波刚落一波又起，当香港的骚动平息不久，澳门又因办学问题而发生“一二三事件”，使香港社会大为紧张、人心浮动，而股票市场也无可避免地再陷困局。正因为骚动的影响，加上整体经济表现差强人意，1966 年香港股市表现欠佳，全年成交额仅得 3.89 亿元，比 1964 年大幅下跌接近一倍(*Microfilm Records of Hong Kong Stock Exchanges*, 1941 - 1986)。

之后的 1967 年初，由于澳门政局缓和，加上各大公司的业绩仍然理想，而银行又放松银根，股市曾一度扭转 1966 年的弱势，交投颇为活跃。不过，当 4 月份出现中央的士公司的劳资风潮时，股市气氛又再次拉紧。正如第七章中提到，股票市场是很容易受不明朗因素困扰的，当前景不明朗时，大部分投资者只会按兵不动，暂停所有买卖。

到 5 月中，当新蒲岗香港人造花厂的工潮愈演愈烈，并演变成严重的警民冲突时，股票市场也受到巨大冲击。“本港上周股票市况，出现大幅崩落局面，尤其是临近周末的一场交易，由于人心浮动，降价抛售者挤，跌得更见凄厉。”(《星岛日报》,1967 年 5 月 15 日)。

由于中、英两国政府各有立场、各持己见，风潮不但没法“大事化小”，反而进一步恶化，并转变成危害市民生命、破坏社会稳定的大暴动。受到事件的影响，股市也显著下跌。为了避免不理性的投资行为，香港证券交易所宣布在 1967 年 6 月 8 日至 6 月 20 日暂停股市交易(《星岛日报》,1967 年 6 月 9 日)。

对于暴动炽烈时股票市场波动巨大的情况，有学者这样描述：

> 香港证券交易所是众多金融机构中反应最为激烈的。交易所被逼停市与股值在短时间内急跌接近一成多的情况，更是二次大战以来所少见的。由于有公司董事害怕有左翼人士借大举抛售股票而推倒股市，交易所在 6 月份宣布停止交易两个星期……股票指数(即恒生指数)由 1967 年 5 月 11 日的 97.03 点下降至 6 月 22 日的 78.85 点，之后跌势加剧，到 8 月底更跌穿 75.00 点的关口。(Waldron, 1972: 324 - 325)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

之后，由于政局得到控制，交易所才在1967年6月21日（星期三）宣布恢复交易。虽然部分股价下跌严重，但成交量并不如想像中多，显示只有小部分信心较弱的投资者抱着宁可“低价散货也不愿再持重货”的看法（*Microfilm Records of Hong Kong Stock Exchanges*, 1941－1986）。正因如此，当时的股市才没有像过往股市灾难中出现像骨牌般崩溃的现象。

到了8月中，虽然仍有小部分滋事分子在公众场合投放炸弹，使人心颇为不安，但没有引发太多的不理性交易，至于买卖的气氛和秩序，也基本上保持冷静（《星岛日报》，1967年8月15日）。9月底，因传中央政府将会依约给香港供水，股票市场已基本上摆脱了过往的只跌不升或成交呆滞情况，至于各大蓝筹股份的价格，更明显出现上升的势头（《星岛日报》，1967年9月29日）。

1967年10月2日，恢复供水传闻最终落实，股价进一步上升，该周的成交量达1 700多万元（*South China Morning* Post, 3 September 1967）。到了10月中，受到兴建跨海隧道消息的刺激，个别与工程有关的股份如会德丰、青洲英泥及汇丰银行等企业更取得显著升幅（*Microfilm Records of Hong Kong Stock Exchanges*, 1941－1986）。

事实上，自从内地在10月恢复给香港供水后，股票市场的气氛已明显改变，虽然一些激烈的抗议活动仍持续不断，而暴徒到处投放炸弹的消息也时有听闻，但一些先知先觉的投资者，已若隐若现地看到了光明，并先人一步地偷步入市，大笔购入一些优质而价格相对低贱的股票。

> 10月份股票市场开盘首天，交易情况继承上周美好形势，再获得进一步开展，涨势之劲，范围之广，颇出人意料之外，此可反映市场人士对目前本港稳定局势已重拾信心，先前外逃的游资，不少又源源的回流，涌入市场……市场仍保持强劲气势……交易广泛呈现佳态，成交价格亦普遍比上周五收市时高。（《星岛日报》，1967年10月3日）

为什么这次重大的社会震荡没有像1925年的省港大罢工般给股票市场造成重大的破坏呢？这相信和当时股票市场仍处于低潮而投机炒卖活动不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

活跃有关。正如上一章中提到，1961年的股票市场曾经一度热火烘烘，但之后便因银行挤提事件而急速下滑。到1965年，银行挤提浪潮又起，使香港的金融制度备受考验。由于银行体系本身面对着极大的危机，贷款批核也变得格外审慎。正因为银行"关水喉"，股票市场自然炒作无从、交投淡静。换句话说，当时市场上应多属"实货"买卖，甚少"孖展"炒卖，因此，暴动发生时才没有出现因"逼仓"而抛售股票引致环环相扣的大跌市现象。

暴动结束与股市复苏

1967年11月初，在经济与股市已逐渐恢复常态之际，英国政府却因本身经济疲弱而宣布将英镑贬值。由于当时的港币与英镑挂钩，港英政府也只好在同月的19日宣布追随英镑贬值的行动，将港币也贬值14.3%。受到贬值消息刺激，香港的股市曾一度急升(《星岛日报》，1967年11月20日)。但随后的11月23日，港督戴麟趾会同行政局决定重新估值，宣布将港币升值10.0%，一来一往间，港币只是轻微贬值了5.7%而已，股票市场也从高位回落(《星岛日报》，1967年11月24日)。

由于1967年大部分时间均受暴动和炸弹浪潮困扰，该年的总成交仅得2.98亿元，创20世纪60年代的最低纪录，而当时仍在香港证券交易所挂牌的公司，计有68家，当中包括银行2家、保险公司2家、企业公司4家、航运公司5家、船坞货仓6家、地产酒店8家、公用事业12家、工商业9家、商店7家、杂项公司4家、纱厂4家、橡胶公司5家(*Microfilm Records of Hong Kong Stock Exchanges*，1941－1986)。

踏入1968年，当风暴的阴霾完全消退后，原本外流的资金又再回流，在工业生产丝毫无减的情况下，股票买卖也变得日渐活跃起来(《星岛日报》，1968年5月18日)。以下先让我们引述《星岛日报》在1968年7月中至11月底"每周股市"一栏内几节较为突出的评论，阐释整个股票市场由淡转旺，并日趋炽烈的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

过去一周(7 月 9 日至 13 日),本港股市情况异常畅好,在整周 4 个半交易天中成交达 2 400 万元,平均每天交易 400 万元,比诸前周每天交易额增加 100 万余元,增幅可谓巨大,而成交价格亦全面跃起,这是近两年来罕见的盛况。(《星岛日报》,1968 年 7 月 14 日)

过去一周(7 月 16 日至 20 日),本港股票市场的情况,依然续趋畅好,在整周 4 个半交易天中,成交额达 2 620 余万元,平均每天交易额在 500 万元左右,比诸前周又进一步,并打破近两年来交易的新纪录,至于成交价格亦大部分续向高峰迈进,这是股市罕有的盛事。(《星岛日报》,1968 年 7 月 21 日)

过去一周(7 月 30 日至 8 月 3 日),本港股票市场的情况,可以说特殊畅好,在整周 4 个半交易天中,成交额超过 3 000 万元,平均每天交易额达 600 万元,这是近几年来股市每周交易数额罕见的高纪录,而成交价格又全面飙高,多种热门股票涨幅巨大,股市气势劲秀,实已出乎市场人士意料之外……股市之所以如此狂热,一方面固然系由于局势稳定,投资者心理向好,而目前本港的游资过多,一时没有投资出路,改为涌向股市也是主要因素。(《星岛日报》,1968 年 8 月 4 日)

过去一周(11 月 19 日至 23 日),本港股票市场情况异常畅好,在整周 4 个半交易天中,成交额高达 4 910 万元,平均每天交易额达 1 000 万余元,比诸前周几告倍增,而不特成交额增加,成交价亦多报起。(《星岛日报》,1968 年 11 月 24 日)

从这个原初平均每日成交额只有 100 万元,持续攀升至 500 万元,然后是 600 万元和 1 000 万元的数字中,我们可以看到在短短的 3 个月内,每周成交额飙升了 10 倍有多。该年的总成交额高达 9.44 亿元,比 1967 年的 2.98 亿元增加了 2 倍多,这个快速增长数字的背后,既反映出股票买卖的活跃,也暗示市场资金特别充裕。

自从暴动的阴霾扫除后,香港经济便承接着 50 年代发展的良好势头继续攀升(详见第十章)。1968 年 11 月 14 日,费时 6 年的狮子山隧道正式落

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

成，并随即宣布全面通车。从此，九龙与新界（尤其是沙田）之间的阻隔，便大大地消除了，而香港整体经济的力量，也在不断整合的过程中迅速地壮大起来。同年11月19日正式启播的无线电视，更标志着香港正逐步迈向资讯年代。至于另一场巨大的社会变迁，正悄悄地开始酝酿。

自50年代起，香港市民的收入已因经济起飞而水涨船高。据《星岛日报》1968年10月15日的一篇报道，当时香港所有银行的总存款量已突破100亿元了（《星岛日报》，1968年10月15日）。以一个资源匮乏的“弹丸之地”，而人口又不足400万的城市，银行系统竟能拥有如此庞大的储蓄，的确令其他地区的人民羡慕。事实上，正因为“银行水浸”（存款过多），而利息又无法抵消日渐飞升的通货膨胀，资金便热切地希望寻求出路，而投资股票市场便变成当时社会其中一个较为吸引人的途径。

另一个导致1968年起股票市场转趋热闹的原因，是海外资金的不断涌入。正如第三章中提到，19世纪末，大量沿海地区的人民便因国内政治斗争、战乱或饥荒等缘故离乡别井，并取道香港远赴南洋（东南亚）或新旧金山（澳洲及美国）等地谋生，这些华人在客居地稍有积蓄，便会通过香港的管道将之汇回家乡，养妻活儿、买田建屋（Hicks，1993；潮汕历史文化研究中心，2003）。香港作为海内外华人互通音讯、交流贸易的中介地位，也因而一步步地建立起来。

50年代起，由于内地变天，信息、贸易以至民间交往等均行之不易，很多海外华人只好将原本计划汇回家乡的资金集结在香港，待政局明朗时才转回内地。与此同时，香港的工业则因缘际会下迅速起飞，投资大门开放，经济一片欣欣向荣。由是之故，很多海外华人便将香港视作投资天堂，并希望将本已集结在香港的资金转到一些有合理回报的投资渠道上，而股票市场正是他们选择的其中一个途径。对于这时很多海外资金涌到股票市场的情况，当时的大小报章均有报道。

其中一个重要资金来源是海外华人——那些居住在新加坡、印尼、菲律宾及越南等地的华人，对本地的经济有特别的信心。对于这些政局不靖地区的投资者而言，香港是一个传统的“资金安全区”，地位十分特殊。（*The China Mail*，9 January 1969）

由于60年代末香港已具备以上各种有利投资的条件，当社会稳定下来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

而投资信心又全面恢复时，股票买卖也变得日渐活跃起来。但是，当股票买卖变得愈来愈活跃时，市场人士很快便注意到几个重大问题正逐渐浮现。其一是股票的供应未能应付投资者的需求，使供应失衡、股价大升；其二是交易所的运作过于封闭，使有兴趣加入行业的人士遭到排挤；其三是很多企业急需资金拓展业务，但公开集资不易。以上种种问题，其实正是踏入70年代的香港股票市场所急需解决的。

上市门槛过高与华资多遭排挤

在进入70年代股市开放期的讨论前，我们还应先简略地谈谈那些在1969年前上市的企业及其相关背景。从香港证券交易所编制的年报中，我们看到在1968年底全港共有59家“挂牌”(上市)企业，这些企业的主要业务大多集中在银行保险(4家)、财务投资(3家)、货仓码头(4家)、地产建筑(10家)、能源通讯(5家)、酒店宾馆(2家)、船务运输(8家)、纺织制造(7家)、百货零售(5家)、橡胶(5家)及综合行业(6家)。从这个分布图来看，地产建筑、船务运输和纺织制造等应该是香港经济的“龙头”产业。

若粗略地从这些企业的资本背景来看，我们发现香港的经济命脉，明显控制在英资巨商手上。举例说，在这59家企业，有接近六成(37家)属英资，不足三成(16家)属华资，余下的一成多则属犹太(主要是嘉道理家族(Kadoorie family)，占5家)及菲律宾(占1家)背景。若按照该年企业的法定总资本额为260 487万元计算，英资占72.2%(188 131万元)，华资占15.2%(39 480万元)，犹太及菲律宾资本则分别占11.5%(29 875万元)和1.2%(3 000万元)。这些数字更清晰地反映了英资巨商垄断香港经济的情况(表10.1)。

退一步来说，为什么华资企业上市得这么少呢？这明显和香港证券交易所审批企业上市申请的宽紧有直接关系。从口述历史的资料中，我们发现年老一辈香港证券交易所经纪都认为该会对企业的上市申请，处理得极为严格(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 10.1　1968 年或以前在香港证券交易所"挂牌"的企业背景摘录

企业名称	法定资本（万元）	主要业务	主要资本	主要负责人
东亚银行	5 000	银行	华资	简悦强
香港上海汇丰银行	20 000	银行	英资	J. A. H. Saunders
旗昌保险	501	保险	英资	M. Velhagen
隆德保险	1 000	保险	英资	M. A. R. Young-Herries
隆丰投资	2 000	财务投资	华资	包玉刚
联合企业	5 000	财务投资	英资	J. L. Marden
维多利亚国际投资	800	财务投资	华资	利孝和
九龙仓有限公司	5 000	货仓、码头	英资	M. A. R. Young-Herries
香港黄埔船坞	5 000	造船、码头	英资	A. G. Hutchison
太古船坞	4 320	船舶、工程	英资	M. S. Cumming
均益仓	1 000	货仓	英资	N. V. A. Croucher
香港大酒店	1 125	酒店、饮食	犹(太)资	H. Kadoorie
城市酒店	3 000	酒店	华资	利孝和
香港置地	30 000	地产	英资	M. A. R. Young-Herries
香港远东企业	3 000	地产	英资	M. A. R. Young-Herries
堪富利士置业	1 000	地产	英资	E. R. Childe
香港陶化大同	1 000	地产、工程	华资	郑志坤
华人置业	300	地产	华资	冯秉芬
中华娱乐置业	500	地产	华资	周峻年
香港信托	10 000	地产	英资	J. L. Marden
香港建新营造	500	地产	犹(太)资	L. K. Kadoorie
乐古置业及印务	1 000	地产、印刷	英资	R. S. Huthart
天星轮船	2 000	航运	英资	M. A. R. Young-Herries
九龙汽车	4 000	运输	华资	邓肇坚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

(续 表)

企业名称	法定资本（万元）	主要业务	主要资本	主要负责人
中华巴士	1 200	运 输	华 资	颜成坤
香港电车	5 000	运 输	英 资	M. A. R. Young-Herries
山顶缆车	450	运 输	英 资	W. A. Stewart
中华电力	25 000	能 源	犹(太)资	L. Kadoorie
香港电灯	20 000	电 力	英 资	G. M. B. Salmon
澳门电力	2 000	电 力	华 资	麦建勋
香港电话	15 000	电话通讯	英 资	利铭泽
香港中华煤气	2 400	煤 气	英 资	利铭泽
香港油麻地小轮	3 000	航 运	华 资	刘镇国
于仁水艇	210	航 运	英 资	P. G. Williams
会德丰	10 000	船务、投资	英 资	J. L. Marden
亚洲航业	9 000	航 运	华 资	包玉刚
香港飞机工程	2 000	飞机工程	英 资	M. A. R. Young-Herries
和记企业	1 500	综合企业	英 资	J. D. Clague
怡和有限公司	9 600	综合企业	英 资	M. A. R. Young-Herries
屈臣氏有限公司	3 000	零 售	英 资	J. D. Clague
牛奶冰厂	3 000	食品、制冰	英 资	周锡年
生力啤酒厂	3 000	啤酒制造	菲(律宾)资	A. Soriano
永安有限公司	2 000	百 货	华 资	郭琳珊
连卡佛有限公司	3 000	百 货	英 资	J. L. Marden
广生行	180	百 货	华 资	冯和燕
中华百货	500	百 货	华 资	冯秉芬
青洲英泥	2 000	英 坭	英 资	J. S. Brooker
惠保打桩	300	土木工程	英 资	F. Zimmern

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续 表）

企业名称	法定资本（万元）	主要业务	主要资本	主要负责人
会德丰纺织	2 500	纺 织	英 资	J. D. Clague
南海纺织	5 000	纺 织	华 资	唐星海
联业纱厂	5 000	纺 织	英 资	M. A. R. Young-Herries
南洋纱厂	3 000	纺 织	犹(太)资	L. Kadoorie
欧德礼影片	150	电影制作	英 资	H. Odell
钢业有限公司	2 000	钢 材	英 资	J. L. Marden
上海加兰坦橡胶	250	橡 胶	犹(太)资	L. Kadoorie
宋加喇橡胶	200	橡 胶	英 资	T. Beesley
渣华康梳橡胶	1 000	橡 胶	英 资	K. H. A. Gordon
联合橡胶	5 000	橡 胶	英 资	D. W. Skinner
橡胶信托	6 000	橡 胶	英 资	K. H. A. Gordon

资料来源：*Hong Kong Stock Exchange Limited*，1969

1997）。事实上，在当时的社会，一家企业如果要上市，不但要有良好的营运纪录、盈利前景和资本质素等，还要在港英政府内有一定影响力，至于与香港证券交易所会员间的关系，当然也不能缺少了。由于香港证券交易所的“官方语言”乃英语，一切上市文件、账目、合约等的往来，当然也要以英文进行。这些正式或非正式的上市“门槛”，明显地抑压了那些财力稍逊的华资企业的发展。

换个角度来说，当时能够上市的华资企业，大多具备以上财力雄厚、政商关系良好和英语水平极高的条件。举例说，东亚银行成员的周寿臣乃晚清首批留美学童，又曾任行政、立法局议员；李子芳、李福树、简悦强和冯秉芬等也曾任立法或行政局议员。维多利亚国际投资和城市酒店的利氏家族，其成员如利铭泽、利国伟等，同样曾出任立法局议员。中华娱乐置业的周峻年，本身曾任立法局议员，其堂兄周锡年、堂伯周少歧也曾任立法局议员。中华巴士的颜成坤既为潮州名商，亦曾出任立法局议员。南海纱厂的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

唐星海，也曾出任立法局议员。其他企业如亚洲行业及隆丰投资的包玉刚、永安有限公司的郭氏家族、九龙巴士的邓肇坚及广生行的冯和燕等，虽然本身家族成员没有出任行政、立法局议员，但他们的姻亲、密友和公司董事等，大都在社会上赫赫有名。

以上的例子，也间接地说明了上市企业创办人或家族的地位超然和优越，而买卖股票也被看成是一种“身份象征”。在谈到早期股票买卖及股票经纪的职业都给人“优越感”时，前远东证券交易所创会职员陈燕堂便这样说：

> 早期的经纪行并没有“营业代表”，由于经纪多出自富裕阶层，股票交易的对象，也多以亲戚朋友（也属富裕阶层）为主……简单来说，以往股票买卖十分讲求关系，现在的公众投资者则可通过各经纪行的营业代表买卖股票，情况已有很大的分别了。（*Stock Market Artifacts and Archives Collection*：*Oral History*，1997）

正因为当时股票市场的门槛过高，作为香港经济主体力量的华资企业，大多不得其门而入，致令他们企业的发展也难免受到窒碍。至于股票投资，又往往被看成是少撮有钱人的玩意，绝大部分香港居民反而被排除在这个上层资本主义社会的游戏圈子之外。这样的情况，既未能配合 60 年代香港经济的发展需要，也与急速蜕变中的社会脱节，变革看来已是在所难免的了。

结　　语

正如本章开首时所说，当香港经济茁壮成长、人民生活渐渐改善之时，却发生了一场令人震惊而影响又十分深远的大暴动。从历史的视野看，这场暴动可说是对港英政府的一记“当头棒喝”。它一方面揭示了当时社会存在着的种种阶级矛盾和民生疾苦，另一方面则暴露了港英政府一向漠视香

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

港居民权益的管治陋习。也即是说，这场暴动既是港英政府着手检视本身治乱得失的时机，也是推行重大变革的转捩点。

自“杨慕琦计划”——一项开放香港居民政治参与空间的构思——胎死腹中后，香港居民便一直无缘参与政府的决策和管治，至于什么社会福利、教育、医疗、社会保障和个人权益等，更是一律欠奉，就连“永久居留”的权利，也一并遭到削夺。这种情况，正显示出普罗市民心中的不满：他们乃殖民的“次等公民”，待遇与洋人有别，港府甚至随时可以将他们“递解出境，遣回大陆”(郑宏泰、黄绍伦，2004)。

事实上，1967 年的暴动可说是香港历史发展的分水岭。吸取了这次事件教训，港英政府进行了深切的反省，并得出民生困苦、民怨深重的结论。正因如此，自麦理浩接任港督后，便大刀阔斧地在房屋、教育、医疗和社会福利等范畴推出连串变革，借以纾解民怨、挽回民心。而这些政策的成功落实，不但大大地洗去了港英政府过往“不理民间疾苦”的负面形象，还直接提升市民对香港的归属感，为香港日后发展成国际级大都会奠下重要的基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十一章

股市升温与股民痴醉

经历过“六七暴动”的巨大社会震荡后，市民渴求稳定的意欲已愈来愈强烈。正因为市民热切期盼社会安定而公共秩序亦已全面恢复，港府乃在1969年初宣布废止1967年的《紧急法令》，使社会气氛进一步缓和下来。另一方面，随着外围政局逐步走出“兵戎相见”的困境，海外资金也持续涌入香港，在内外正面因素的配合下，香港的股票市场便好像火上加油般迅速升温，而升势更是一浪接一浪，也一浪比一浪高。

如果说1968年下半年的升市只属风暴后的“谷底反弹”，力弱势孤，那么说1969年股市的持续攀升，气势凌厉，是香港股票市场腾飞的开端，相信不会有太多人反对。至于该年年底的另一项重大发展——远东交易所的创立——更使香港股票市场出现划时代的转变。这个转变，不但在股票市场内掀起了滔天巨浪，就连金融市场的生态环境，也出现了十分显著的转变。以下让我们从股票市场日见炽烈的原因谈起。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股票供不应求与股市迅速升温

自香港政局日渐走出1967年暴动的阴霾后，股票市场便迅速反弹，成交量和股票价格更屡创新高。对于这时期股票市场由冷转热，并且急速飙升的情况，不同人士提出了不同的解释。整体上，我们可以归纳为六大原因，它们分别是：(一) 局势稳定；(二) 外资涌入；(三) 本地游资充裕；(四) 银行"水浸"(存款过多)；(五) 经济发展前景乐观；及(六) 股票供应量过少。以下让我们逐点加以分析。

1966年及1967年的暴动，曾经使很多香港市民感到人心惶惶不可终日，部分稍有财力的市民甚至选择离开香港，宁可移居他国做"二等公民"，也不愿再留在香港，劳动(就业)及物业市场更显得疲不能兴、积弱不振。不论是那些曾经参与暴动的人，还是那些逆来顺受的普通市民，他们均直接间接、或多或少地受到了伤害(郑郁郎，1967；周奕，2002)。正因如此，他们对暴动后的和平稳定特别期待，也倍感珍惜，这或者正是"民心思治"的一种结果。事实上，自踏入1968年起，不论是外围的中国政局、国际形势或内部的香港社会，都出现了一片渴求和平、呼唤和谐的声音。这种气氛，对投资者来说显然是十分重要的。

> 去年香港政治局势稳定，年来由内地供应香港的生活物资和其他出口商品也大为增加，从而使香港各行工商业发展起来，这是股市交投活跃的一个基本因素。(《星岛日报》，1970年2月8日)

由于香港社会稳定，法制健全，加上经济发展成绩卓著，很多原先因政局不稳而外流的资金，便在1968年起陆陆续续重投香港市场，而东南亚各国自60年代起出现的连串政局不稳事件，也间接加速资金回流香港的步伐。另一方面，香港一直扮演着沟通海内外华人社会的中介角色。这个角色，除了凸显在商业贸易方面外，也可反映在资讯互通和财物汇兑上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

很多财经杂志或报章都有报道，欧、美、澳或东南亚国家如新加坡、印尼、菲律宾、越南等地的华人，对本地经济特别有兴趣，他们甚至视香港为“资金安全区”(*The China Mail*, 9 January 1969)。正因为香港一向给予海外华人讨好的“形象”，又兼具沟通内外、连接东西的角色，大批海外资金也“因利乘便”地蜂拥到港，寻求更好的出路。

“积谷防饥”或“勤俭致富”一类重视储蓄的传统，一向是华人社会广为传颂的美德。自50年代本地工业起飞后，普罗市民的收入也相对地提升了。虽然居民收入有所增加，但他们“晴天打好雨天柴”的忧患意识仍然十分强烈。他们的收入除了扣除必要开支外，大多储存下来。到了60年代末，这批积蓄已达天文数字了(《星岛日报》,1968年10月15日)。从另一角度上看，经济急速成长自然引来通货膨胀。如果把积蓄放在银行，微薄的利息明显无法抵消通胀所带来的损失。结果，精明的投资者乃希望寻找一些可跟随经济发展步伐的投资管道，而股票市场正是当时其中一个“新兴玩意”。

在外资持续涌人而本地储蓄又有增无减的情况下，本地银行也出现了“水浸”现象。西谚有云，“银行家是最精明的投资者”。在存款充裕的环境下，银行一方面降低存款利息，另一方面则放宽了借贷条件，让客户的存款变成他们“赚钱的工具”，当中又以对“孖展买卖”(股票押款)的规定，变得较为进取。据一些不愿透露身份的资深经纪回忆，60年代末、70年代初，银行对信誉及营运纪录良好的客户(经纪行)，押款借贷做得很“松手”，几乎是做了“黄大仙”(有求必应)，利息也较优惠。由于借贷手续较易，加上成本偏低，炒卖活动也变得特别活跃(*Stock Market Artifacts and Archives Collection*: *Oral History*, 1997)。

暴动平息后的1968年，香港贸易进出口总值仍持续上升了6.08%，达157亿元。俟后的增长速度更加凌厉。1969年的贸易总值是185亿元，增幅为17.83%；到1970年，更攀升至220亿元，增幅为18.92%(《经济年鉴》,1967～1970)。由于经济发展步伐迅速，很多企业都大举增加投资、扩充业务。当中又以“船王”包玉刚在1969年10月30日宣布以8 250万元订购11艘总排水量达150万公吨新船的消息，最为轰动，也最振奋民心。这些消息使人想到商界对香港经济发展的前景颇为乐观，而投资信心亦已全面恢复(*South China Morning Post*, 31 October 1969)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

还有一点值得注意,由于香港证券交易所一向对上市公司的审批十分严格,使市场上的股票供应量不足。举例说,1968 年的上市公司约有 59 家,1969 年虽上升至 73 家,但是,可供选择的股份仍颇为有限(*Hong Kong Stock Exchange Limited*, 1969－1970)。如果扣除部分不活跃及部分落入大户手中的股票不计算的话,真正可以在市场中流通买卖的,着实不多,这便形成一个供求失衡的现象。也即是说,在持续供不应求的情况下,股票价全线上升自然也显得“有迹可寻、理出有因”了(*South China Morning Post*, 22 October 1969; *Far Eastern Economic Review*, 28 December 1969)。

事实上,受到各方面利好消息的刺激,股票价格也持续上扬,而升势更是浪叠浪,汹涌澎湃。1969 年 10 月底《星岛日报》的一篇专讯,既精简地描述股票买卖屡创新高、股市气氛日见炽烈的情况外,也扼要地总结了当时股市“热浪逼人”的某些重大原因。该报道摘录如下:

> 昨(10 月 30)日是本港股票市场一个十分轰动的日子,畅旺之势极为罕见,半日交易额已有 2 600 万元,整日交易额更是天文数字,达 4 160 万元的高峰,这是香港有股票交易所以来的最新纪录。股市如斯狂热,是由(一)香港局势稳定,各阶层人士均认识到股票是一种稳妥投资,购买者极为普遍。(二)香港游资过多,外围资金仍陆续涌来,加入股市活动。(三)香港股票项类不多,任何冷门货亦多买家,照目前情形来看,未来股市仍将继续会有一番热闹。(《星岛日报》,1969 年 10 月 31 日)

由于买卖畅旺,成交屡创新高,一直采用人手登记并办理过户手续的股票经纪便觉吃不消,无法处理积存交易。有见及此,香港证券交易所乃在该年 11 月 1 日宣布股市只开放半天,让经纪可以利用下午时间处理交易。

> 日来股市交易狂热,香港证券交易所决定由下星期一起,暂停下午时段的交易,直至另行通知为止。此项措施,乃本港有证券交易所以来的首次。证券交易所采取暂停下午交易的决定,是由于股市交投狂热,工作不胜负担所致。(《星岛日报》,1969 年 11 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1 日）

事实上，这时期股票市场的热气逼人，又可从香港证券交易所成员冯惠霖的一篇演讲稿上看到。在该篇名为“本港股票市场的近况及展望”的文章中，冯氏精简地阐述了当时股市沸沸扬扬的原因所在。他说：

自 1968 年下半年度开始，由于银行存款数字逐日增加，出入口数字屡创纪录，市民对于本港经济的信心也逐步恢复，所以逐渐将多余资金投放到股票市场，股市也否极泰来，蒸蒸日上……由于每只新股票上牌交易（上市）时股价往往会较其原来申请价格上涨三四成，因此吸引了那些原本对股市没有兴趣的人，纷纷加入抢购，使股价直线上升，而成交数字也屡创纪录……由于东南亚各地如菲律宾、寮国、柬埔寨等国家陆续发生政治或经济性危机，大量资金便由该等地区逃来香港，加以本地资金多存放在欧美各国，该等国家与香港的利息差距颇大，因而也刺激了“套息”活动……形成游资愈来愈充裕的情况……又因香港股票数量不多，供应有限，股市遂数度现高潮。（《星岛日报》，1970 年 4 月 8 日）

所谓“有利润便吸引竞争”，当香港证券交易所门前出现长长的“人龙”（排队等待买卖），而生意又做个不停时，很多“慕利”而来的“争名逐利”者，已垂涎三尺，并想方设法地希望可以分一杯羹。当“正途”（即申请成为会员）闭塞或行不通时，他们很自然会想出其他方法，与之直接竞争，这正是李福兆、胡汉辉和陈普芬等人先后“自立门户”的其中一些重要原因。

创立“远东会”与竞争渐涌现

1969 年 11 月 8 日，报纸上首先传出李福兆、王启铭等人已根据《公司法》在 1969 年 10 月 31 日向政府登记，创办另一家全新的交易所——远东证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

券交易所(The Far East Exchange Limited)。消息使社会大为震动,而股票经纪们更大为紧张,担心新交易所会影响他们的生意(*South China Morning Post*, 8 November 1969; *Hong Kong Standard*, 8 November 1969)。消息传出后,行动迅速的记者马上向传闻中的主角李福兆求证,李氏如此说:

> (香港)上市公司的数目,一直都维持在65家左右,但工厂的数目已由1947年的3 000家上升至1969年的12 300家,至于进出口金额更由1947年的121 600万元攀升至1968年的842 800万元……上市公司的数目,明显不能反映香港经济整体力量的增长。(*Hong Kong Standard*, 8 November 1969)

李福兆虽然没有直接回应记者的提问,但他所列举的数据,却十分清楚地说明了当时股票市场未能配合社会和经济发展步伐的事实。也即是说,成立新交易所不但是大势所趋,也是经济及社会实质需求强大的一种表现。

针对远东证券交易所的筹划,《南华早报》(*South China Morning Post*)访问了一些经纪及商人,了解他们对新交易所的看法。从报纸报道上看,大部分受访者的态度都颇为保守。有不愿透露身份的受访者指出,股票市场充满变数,人们不应以当时股市蓬勃而贸然成立交易所,应该想到股市淡静时又如何维持的问题。有些则直截了当地指出当时社会没有成立新交易所的必要,又说如果新交易所没法吸引新的资金和新的投资者,只会给市场带来负面冲击。也有受访者质疑那些带头创立新交易所人士的动机,认为他们只是为着个人利益,没有考虑社会实际情况。(*South China Morning Post*, 9 November 1969)

至于其他报纸如《星报》(*The Star*)、《虎报》(*Hong Kong Standard*)及《中国邮报》等,也访问了一些市场中人,了解他们的看法。整体上看,受访者中以反对声音居多、支持声音较少。就算是支持的,态度也颇为审慎。至于反对者中,则以直接竞争对手——香港证券交易所——的声音最大。举例说,该会主席A. H. 砵士便对记者这样说:"成立新交易所是完全没有必要的……我们是一家办得很好的交易所,就算是在最近交投十分炽烈的时期,我们的运作也是很好的"(*The China Mail*, 10 November 1969)。A. H. 砵

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

士的言下之意是，既然香港证券交易所办得这么好，运作这么畅顺，市场根本就没必要成立另一交易所。

除了 A. H. 砵士立场鲜明地反对成立新交易所外，香港证券交易所的其他经纪，也先后在报纸上发表反对言论。当中甚至有人要求政府马上立法，制止任何新交易所的出现（*South China Morning Post*，8 November 1969；*Hong Kong Standard*，12 November 1969）。在 1969 年 11 月 10 日的《星报》上，有香港证券交易所的经纪甚至直接致函报纸，质询新交易所成立的动机。该函件提出三大质疑：（一）新交易所成立的目的何在？全世界的交易所都是非牟利的，新交易所也属非牟利性质吗？（二）创办人是否因为自己想做股票经纪才筹办交易所呢？他们想以什么作交易呢？（三）是否买卖那些已在香港证券交易所挂牌的股票呢？或是自行引入新股票呢（*The Star*，11 November 1969）？

对于这些尖锐而辛辣的责问，李福兆不但没有回避，反而表现得落落大方，答案也很清楚直接，他这样解释：

> 首先，我们是从公众利益出发的。香港需要多些金融设施来支援工业发展，我们希望看到较细规模的企业也可以有机会获得资金，从而平衡和减低筹集资金的成本。现时只有大公司才能公开集资，而交易所又往往将规模较细的公司拒诸门外。新交易所将会鼓励较细规模的企业上市……远东证券交易所是一所非牟利的组织……在开始时，我们希望有 32 个经纪会员……我们将会鼓励英国、美国和加拿大等国家的经纪加入……当然，在开始时我们会以现时已挂牌的股票作交易，之后，我们会逐步引入新股票（企业）。（*The Star*，10 November 1969）

当社会仍对李福兆等人成立新交易所的举动议论纷纷之际，市场又传出有另一家证券交易所正计划开业，而该筹划中的交易所，便是金银证券交易所（*South China Morning Post*，10 December 1969）。消息进一步引来香港证券交易所成员的忧虑和不满。A. H. 砵士更以“难以置信”来形容股票市场的发展，并认为“根本就不够生意做……纽约也只有 2 家交易所，香港实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在没可能容纳3家(交易所)。”(*The Star*, 11 December 1969)

虽然香港证券交易所(以后简称“香港会”)的会员们多次在公开场合表示反对成立新交易所,但因香港乃自由经济体系,法律上既没规定他人不能开办股票交易所,之前又有各自开办的先例,政府也不敢贸然干预。大约半个月后的1969年12月17日,远东证券交易所(以后简称“远东会”)正式开业。开业首日,气氛热闹,成交额更高达211万元,而“香港会”也只不过有456万元(*Hong Kong Standard*, 18 December 1969)。这个为数不少的成交额,除了展示“远东会”本身的实力,也衬托出“香港会”的经营和运作,已落后于社会,如果他们不急谋对策,改变过往故步自封的态度,其领导地位将会岌岌可危。

从历史的角度看,“远东会”的创立,不但打破了战后“香港会”垄断香港股票市场的格局,还引起其他人的效法,纷纷成立证券交易所,使香港股票市场出现一个“百家争鸣、百花齐放”的时代(《华侨日报》,1969年12月19日)。对于这项重大创举,曾经在“远东会”任职十多年的张燕群这样说:

> 在1969年“远东会”成立之前,“香港会”是一个垄断的会所,该会大部分会员都是英人或主要由英资所把持的。对入行的限制方面,我个人的看法是,那时是一小撮人或某一个阶层人士的玩意。对整个香港来说,投资的渠道不是开放的,故导致1969年“远东会”的成立,至于1971年的“金银会”(即金银证券交易所)及1972年的“九龙会”(即九龙证券交易所),也是如此。所以“远东会”的成立,可说是打破了“香港会”的垄断局面,而华资企业也从此崛兴。由于他们(华商/华人)之前受到排斥,故他们要另寻生存空间,当时的对抗性应该是很强的。(*Stock Market Artifacts and Archives Collection*: *Oral History*, 1997)

说实在的,历史发展的大潮不是个人主观意愿可以阻挡和转移的。对“香港会”来说,“远东会”明显是不受欢迎的。虽然他们欲“除之而后快”,但却有心无力。传统的智慧告诉我们,当一道阻挡去路的城门被推倒时,一拥而上的士兵绝对不可能只有一个。换言之,“远东会”的突破性举动,不应被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

理解为单一或特殊事件。事实上，当"远东会"成功突围时，其他"慕利"而来的竞争对手亦已磨刀霍霍，并急不可待地希望在这个市场上一展身手。一句话，"远东会"的诞生，不但意味着垄断时代的结束，也代表了开放及竞争年代的开始。

会所纷纷成立与政府急急立法

最初，远东交易所设于皇后大道中华人行 201 室，创办时拥有会员经纪行 35 家，经纪则为 46 名。该会的创办，除了打破过往证券交易和企业集资必须通过"香港会"进行的传统，还提出很多创新措施，例如以粤语进行交易，容许多名出市员出市，破例容纳女出市员等(详见下一章)，为香港金融证券业的发展开展了一个新纪元。"远东会"的业务发展很快，开业的第一年，成交额高达 29.96 亿元，占当年(1970 年)股市总成交额的 49.5%，其后更迅速超过"香港会"，成为香港成交总额最高的交易所(*Microfilm Records of Hong Kong Stock Exchanges*, 1941 - 1986)。事实上，当时大部分成交活跃的上市公司，都曾在"远东会"挂牌买卖。

正如上文所说，"远东会"的成功，吸引了其他"有志之士"的效法，并纷纷创立各自的证券交易所。1971 年 3 月 15 日，由金银业贸易场理事长胡汉辉等筹组的金银证券交易所(The Kam Ngan Stock Exchange Limited，即俗称的"金银会")，便宣布正式投入服务，与"香港会"和"远东会"鼎足而立。初期，"金银会"的交易地点设在德辅道中大生银行大厦，后来迁往康乐大厦(Jardine House，即今日的怡和大厦)。由于"金银会"成立的目的，是希望为金银业贸易场的会员提供一个日渐普及的证券投资机会，该会最初的《公司章程》内便规定，只有金银贸易场的会员才能加入，后来才修改章程，容许非贸易场成员参加，故此有"金银业贸易场成员入会费为 5 万元，非贸易场成员 8 万元"的规定。"金银会"的业务发展很快，成交额逐渐超过"香港会"，但却无法超越"远东会"。

1972 年 1 月 5 日，由区议员陈普芬等人创办的九龙证券交易所有限公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

司(The Kowloon Stock Exchange Limited，即俗称的“九龙会”)也宣布正式开业，该会的经营地点设在皇后大道中万邦大厦。由于“九龙会”是4家交易所中规模最小的一家，行内人更以“3.1会”谑称当时情况，意指该会实力薄弱，成交量只及其他交易所的0.1而已，所以4个会加起来，总和便是3.1了(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*，1997)。

在这个沸沸扬扬的时期，香港至少还有其他4家证券交易所正在筹划开业。这4家筹划或局部运作中的交易所，分别是新界原居民领袖陈日新的亚洲证券交易所(The Asian Stock Exchange)、海外信托银行(Overseas Trust Bank)董事张明添主持的国际交易所(The International Stock Exchange)及一家由 Thomas Tang 所主持并设于旺角的联合交易所(The Association Stock Exchange)。另外，还有一家由不知名人士组成的世界交易所(The World Stock Exchange)据说曾在九龙开业(*Hong Kong Standard*，3 January 1970；*South China Morning Post*，12 May 1970;《星岛日报》,1969年12月16日、1970年2月2日及6月8日)。不过，由于种种原因，这些交易所不是“胎死腹中”，便是被政府或竞争对手消灭于未萌芽状态。

为了阻止愈来愈多证券交易所成立，香港政府于1973年3月1日紧急颁布了《1973年第20号法令》(No. 20 of 1973)，统称《证券交易所管制条例》(*The Stock Exchange Control Ordinance*，1973)，禁止当时滥开证券交易所的风气。该条例规定，自1973年3月2日起，任何人士除非得到财政司或港督的特别批准，否则不能擅自开办交易所，违法者最高可被判罚款50万元(*Hong Kong Government Gazette*，2 March 1973)。

另一方面，鉴于股票市场和交易所的发展迅速，港府已开始着手研究加强行业的规管，当中又以过度竞争带来的负面冲击，最令政府感到忧虑。正因为担忧市场基础不稳，港府从那时开始已着手拉拢4个交易所合并，希望这样可以提升香港股票市场的整体质素(*Hong Kong Legislative Council*，1972)。

虽然条例制止了新交易所的成立，但原有的4家交易所则不受影响。自此之后，四会并存的局面基本形成，并一直持续到1986年3月底，才正式合并为香港联合交易所(The United Stock Exchange of Hong Kong Limited)。不论是从哪一个角度看，说1969年至1973年这短短的4年内香

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

港股票市场发展迅速、竞争激烈，相信不会有太多人反对了。

门槛下调与上市成风

由于交易所纷纷成立，彼此间的竞争也显得特别激烈。为了提升本身竞争力，各交易所乃各师各法地鼓吹新企业到自己的会所“挂牌”（上市），于是形成了一波又一波的上市浪潮。在我们的访谈中，前“金银会”成员的张天生便这样说：

> “远东会”成立后，批准上市申请最活跃的，是李福兆。他先办自己的公司，然后在报纸、电视上（向公众）表示：即使酒楼、茶楼都可以上市，有 2 000 万资本额的，便可上市了。很多公司便纷纷上市，非常热闹。这有他的利益，但姑无论如何，他贡献良多，市场亦得以扩展。当时发展市场是他的功劳，由于他是会计师，故上市公司方面办得很妥当。由 1970 年起，很多公司开始上市，新鸿基地产、长江等，都是在 1971 年上市的。（*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997）

事实上，在门槛下调而各交易所又精骑四处地推广企业上市的情况下，上市公司的数目便如雨后春笋般自 1969 年下半年起迅速飙升。单以“香港会”新上市企业为例，在 1968 年，全港只有 59 家上市公司。1969 年，一方面虽然有一家橡胶企业（渣华康梳橡胶 Java Consolidated Estates）被“除牌”（终止上市），但另一方面则增加了 15 家其他企业，他们分别是：永高有限公司（Wynncor Ltd.）、保华建筑（Paul Y. Construction）、香港发展（Hong Kong Development）、先施公司（Sincere Co., Ltd.）、香港大新（The Sun Co., Ltd.）、大利公司（Tajmahals Ltd.）、仁孚行（Zung Fu Co., Ltd.）、太古实业（B & S Industries）、信昌企业（China Engineer Holdings）、和宝有限公司（Hutchison Boag Ltd.）、环球电子（Atlas Electronics Corp.）、南联实业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

(Winsor Industrial Corp.)、南丰纺织联合(Nan Fung Textiles Consolidated)、国际太平洋证券(International Pacific Securities)及新马联合制衣(Smart Shirts Ltd.)。换言之,该年合共已有上市企业73家了(表11.1)。

表11.1 1969年新上市企业背景资料摘录*

企业名称	筹集资本(万元)	主要业务	主要资本	主要负责人
香港发展	4 400	地产	英资	A. R. Goodlad
先施公司	5 500	百货	华资	马炎璋
香港大新	2 600	百货、投资	华资	陆孝佩
太古实业	2 450	汽水制糖	英资	H. J. C. Browne
仁孚行	773	汽车代理	华资	赵季馥
大利企业	2 250	服装、百货	犹(太)资	D. Ruttonjee
国际太平洋证券	4 620	股票投资	英资	H. Keswick
保华建筑	4 800	建筑	华资	车炳荣
南联实业	4 429	纺织、印染	华资	安子介
南丰纺织联合	3 800	纺织、制衣	华资	陈廷华
永高有限公司	7 700	酒店、旅游	英资	L. F. Corrigan
和宝有限公司	10 913	贸易投资	英资	J. D. Clague
环球电子	1 013	电子制造	华资	胡孝清
信昌企业	7 915	综合贸易	华资	Y. H. Kwong
新马联合制衣	1 650	制衣	华资	裴延九

* 由于不同刊物的报道有一定差异,本表所列的企业集资额及上市年份或者会有出入。
资料来源:*Hong Kong Stock Exchange Limited*,1969;《香港年鉴》,1970

到1970年,新上市的企业进一步增加至91家,这些新增的企业分别是:凯联酒店(Associated Hotels)、国泰股份有限公司(Cathay Securities)、四海地产(Cosmopolitan Properties)、帝后酒店(Empress Hotel)、金门(香港)有限公司(Gammon H. K. Ltd.)、联合汽水(General Bottling)、海港企业(Harbour Centre Development)、香港毛纺厂(Hong Kong Worsted Mills)、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

和记地产(Hutchison Properties)、立兴钟表(Lap Heng Co., Ltd.)、新英华汽车、(Metro Dodwell Motors)、美丽华酒店投资(Miramar Hotel & Investment)、怡美投资(Pedder American Investment)、建生有限公司(Pioneer Industries Holdings)、赉利国际(Ralli International)、联邦地产(Realty Development Corp.)、船务投资有限公司(Shipping & General Investment)、瑞兴有限公司(Shui Hing Co., Ltd.)、利获加证券(Slater Walker Securities)及长江制衣(Yangtzekiang Garment)。与此同时,欧德礼影片及和宝有限公司的名字则已不见了。原初我们以为此两家公司已"除牌"或重组,但后来发现欧德礼或者进行重组,而和宝有限公司则在1971年以后再出现,因此我们估计1970年的名册或者有缺漏(表11.2)。

表 11.2 1970 年新上市企业背景摘录*

企业名称	筹集资本(万元)	主要业务	主要资本	主要负责人
和记地产	14 159	地产	英资	J. D. Clague
联邦地产	13 390	地产	英资	J. L. Marden
海港企业	10 500	地产	英资	D. K. Newbigging
四海地产	7 200	地产、投资	华资	何鸿毅
瑞兴有限公司	1 800	百货	华资	古胜祥
船务投资有限公司	3 900	投资、管理	英资	J. D. Clague
新英华汽车	2 000	汽车代理	英资	H. P. Foxon
国泰股份有限公司	2 300	股票投资	英资	M. Horsman
利获家证券(英镑)	7 021	股票投资	英资	J. D. Slater
金门(香港)有限公司	7 600	建筑	英资	F. J. Knighty
香港毛纺厂	630	纺织	华资	陈元钜
凯联酒店	11 680	酒店	华资	钟江海
美丽华酒店企业	14 980	酒店、地产	华资	何善衡
帝后酒店	1 350	酒店、旅游	华资	W. G. Chuk
赉利国际	4 100	贸易	英资	M. Horsman
联合汽水	15 000	饮品制造	华资	利孝和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续 表）

企业名称	筹集资本(万元)	主要业务	主要资本	主要负责人
长江制衣	1 600	制 衣	华 资	陈瑞槐
建生有限公司	1 800	制 衣	华 资	吴祥用
怡美投资	1 000	证券投资	英 资	H. Keswick
立兴钟表	3 000	钟表制造	华 资	庄立顿

* 由于不同刊物的报道有一定差异，本表所列的企业集资额及上市年份或者会有出入。
资料来源：*Hong Kong Stock Exchange Limited*，1970；《香港年鉴》，1971

经历过 1969 年及 1970 年的急速上升后，1971 年初股市终于出现明显的技术性回吞，很多早前获利的投资者纷纷沽货离场，使股市一度陷于低潮。受市场气氛呆滞影响，企业上市的步伐也明显放缓，上半年新上市的企业更是寥寥可数。到了下半年，股市再次打破闷局，并在交投激增带动下掀起另一轮升浪。因应市道由疲转强的情况，企业上市的步伐再次加快。

结果，该年共有 13 家企业新上市，它们分别是：邵氏兄弟(Shaw Brothers)、庄士集团(Chuang's Holdings)、南华早报(South China Morning Post)、利来高投资(Rolinco)、利必高投资(Robeco)、新力公司(Sony Corp.)、三光汽船(Sanko Steamship)、富都大酒店(Hotel Fortuna)、金松制衣[Cedar Garment Factory，后易名辉百美(Faber Merlin Limited)]、寿德隆[Sutherland Estates，后易名亚洲置地(Asia Lands & Properties)]、鳄鱼恤(Crocodile Garments)、梅真尼联营(Murjani Holdings)及建煌投资[Keng Fong Investments，后易名建煌新记建筑置业(Keng Fong Sin Kee Construction & Investment)]等(表 11.3)。

1972 年及 1973 年年初可说是香港股市热火朝天的时期。一踏入 1972 年，市场买卖的气氛便已显得十分炽烈，而很多在 1970 年或以前已筹划上市的企业，便借着这个股市热火朝天的千载难逢机会，纷纷上市。综合各家交易所的资料，这一年 4 家交易所共接纳 93 家企业新上市(表 11.4)，当中绝大部分乃华资企业，而筹集的资金则约有 19.3 亿元，破了香港开埠以来企业上市最多、集资最大的纪录。虽然上市气氛炽热，但也有个别公司消失在交易所的名录上，赉利国际便是一个明显的例子(*Far East Exchange*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 11.3　1971 年新上市企业背景资料*

企业名称	筹集资本(万元)	主要业务	主要资本	主要负责人
利来高投资(法郎)	606	股票投资	荷(兰)资	E. A. Brouwer
三光汽船(日元)	1 900 000	航　运	日　资	T. Kohmoto
富都大酒店	800	酒店、饮食	华　资	徐　亨
南华早报	1 000	媒　体	英　资	E. R. Udal
利必高投资(法郎)	800	资本投资	荷(兰)资	E. A. Brouwer
新力公司(日元)	530 000	电子制品	日　资	M. Ibuka
邵氏兄弟	5 000	电影娱乐	华　资	邵逸夫
庄士集团	1 430	纤维纺织	华　资	庄重文
寿德隆有限公司	1 975	地　产	华　资	戴方文
金松制衣	608	制衣、地产	华　资	张明添
鳄鱼恤	1 760	制　衣	华　资	陈　顺
梅真尼联营	6 800	纺　织	印(度)资	B. K. Murjani
建煌投资	8 050	地产投资	华　资	江德仁

* 由于不同刊物的报道有一定差异，本表所列的企业集资额及上市年份或者会有出入。
资料来源：*Hong Kong Stock Exchange Limited*，1971；《香港年鉴》，1972

表 11.4　1972 年新上市企业背景摘录*

企业名称	筹集资本(万元)	主要业务	主要资本	主要负责人
东泰贸易	1 000	工商业	华　资	李东海
永大有限公司(日元)	531 553	木　材	日　资	S. Fukao
永泰建业	8 660	地　产	华　资	李兆基
亨隆地产投资	4 480	地　产	华　资	胡百全
利安地产	1 720	地　产	华　资	陈清霞
利兴发展	4 800	地　产	华　资	何　添
金山地产	3 185	地　产	华　资	胡　炳
长江实业	3 200	地　产	华　资	李嘉诚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

(续 表)

企业名称	筹集资本(万元)	主要业务	主要资本	主要负责人
信和地产投资	2 450	地 产	华 资	庄德圣
南太平洋地产	5 200	地 产	英 资	P. Munk
泰盛发展	1 350	地 产	华 资	香植球
高富置业	2 700	地 产	华 资	廖烈文
启德置业	8 300	地 产	华 资	郑裕彤
富利国际地产	1 660	地 产	华 资	谢仰龙
惠和地产投资	1 800	地 产	华 资	陈应鸿
华美置业	1 600	地 产	华 资	何钦华
新世界发展	5 000	地 产	华 资	何善衡
新星企业	1 000	地 产	华 资	李卓权
新鸿基地产发展	10 000	地 产	华 资	郭得胜
万生有限公司	5 879	地 产	华 资	林继兴
万邦投资	12 500	地 产	华 资	钟明辉
嘉年地产	4 400	地 产	华 资	彭国珍
嘉祐有限公司	1 500	地 产	华 资	方润华
广联投资	1 400	地 产	华 资	林秀峰
骐利企业	2 000	地 产	华 资	胡兆炽
鹰君有限公司	5 500	地 产	华 资	罗鹰石
安达臣集团	4 000	地 产	华 资	黄 球
大昌地产	30 931	地 产	华 资	陈德泰
至祥置业	1 350	地 产	华 资	江茂森
金阁发展	2 336	地 产	华 资	关立盛
威胜发展	2 280	地 产	华 资	李业广
博富临置业	3 600	地 产	华 资	黄卓文
华大地产	2 000	地 产	华 资	马清亮

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续　表）

企业名称	筹集资本(万元)	主要业务	主要资本	主要负责人
华昌建业	5 000	地　产	华　资	郭志匡
新同庆企业	2 000	地　产	华　资	王启铭
地产发展	2 100	地产、投资	华　资	何鸿毅
夏利文发展	2 200	地产、投资	英　资	J. L. Marden
港太投资	7 500	地产、股票	英　资	A. R. Goodlad
汉国置业	1 200	地产、信贷	华　资	钟金狮
广联企业	5 310	地产、保险	华　资	郑庆飞
合和实业	12 500	地产、建筑	华　资	胡　忠
联兴盛发展	1 515	地产、按揭	华　资	翁国裕
侨联金融	800	地产、财务	华　资	Ng Eng Ghee
德利投资	800	地产、财务	华　资	L. E. Osman
恒隆有限公司	20 000	地产、酒店	华　资	陈曾熙
益大发展	2 600	地产、货仓	华　资	钟正文
香港建屋贷款	2 000	地产、贷款	英　资	S. S. Gordon
远东发展	2 200	地产、戏院	华　资	邱德根
利获家证券	不详	投　资	英　资	R. C. Tarling
怡澳证券	2 400	股票服务	英　资	H. Keswick
亚洲保险	2 600	金融保险	华　资	陈弼臣
新昌集团	3 500	建　筑	华　资	黄庚年
熊谷组(日元)	680 000	建　筑	日　资	T. Kumagai
保利工程	1 800	建筑工程	华　资	李保利
国际酒楼夜总会置业	3 280	娱乐投资	华　资	吴瑞云
怡南实业	4 000	纺　织	英　资	刘汉栋
玫瑰针织	600	纺　织	华　资	霍宝材
裕泰针织	800	纺　织	华　资	Y. L. Cheung

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续　表）

企业名称	筹集资本(万元)	主要业务	主要资本	主要负责人
安宁企业	857	纺　织	华　资	陈蕾芬
恒生工业	3 000	纺织业	华　资	林勇仁
万宝航运	1 830	航　业	华　资	陈万主
宇宙航业	750	航　运	华　资	林英宏
万邦航业投资	6 800	航　运	华　资	曹文锦
维达航业	3 200	航　运	华　资	李平山
海南发展	5 000	航运、地产	华　资	周文轩
廖创兴企业	3 000	财务投资	华　资	廖烈文
国际酒店	5 639	酒　店	华　资	钟奕庄
山帝国有限公司	4 320	酒店、地产	华　资	曹锦山
统一机构	2 600	酒店、地产	华　资	冯宗尊
红宝石发展	2 000	酒　楼	华　资	梁植伟
夏香集团	1 950	酒　楼	华　资	雷畅民
菲立斯矿务	54 317	采　矿	菲(律宾)资	H. A. Brimo
香港茂昌眼镜	800	眼镜制造	华　资	胡赓佩
和丰地产投资	3 000	货仓、地产	英　资	J. D. Clague
兴富海陆发展	2 784	造船、运输	华　资	关文伟
星岛报业	3 300	媒　体	华　资	胡　仙
益福有限公司	700	债券、投资	华　资	钟奕庄
森那美有限公司	15 622	综合贸易	英　资	D. W. Pinder
依时制衣	2 000	制　衣	华　资	唐顺波
真善美制衣	2 000	制　衣	华　资	谭国始
丽新制衣	4 000	制　衣	华　资	林伯欣
香港天线	2 500	制造、工程	华　资	陈普芬
恒生银行	12 000	银　行	华　资	何善衡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续 表）

企业名称	筹集资本(万元)	主要业务	主要资本	主要负责人
海外信托银行	3 800	银　行	华　资	张明添
大华银行(星币)	8 600	银　行	华　资	黄庆昌
新世纪航业	6 000	刘　运	华　资	何善衡
均隆号	4 000	药油制造	华　资	W. T. Foong
虎豹兄弟国际(星币)	9 533	药业、橡胶	华　资	R. C. Tarling
宝光制造厂	4 000	钟表制造	华　资	黄子明
东丽公司(日元)	4 324 254	纤维制造	日　资	S. Tashiro
美丰纤维工业	2 700	纤维制造	华　资	翁明昌
南顺(香港)有限公司	1 000	罐头食品	华　资	黄大椿

* 由于不同刊物的报道有一定差异，本表所列的企业集资额及上市年份或者会有出入。
资料来源：《1973 年香港股票投资手册》，1973；《香港年鉴》，1973

Limited, 1973; *Hong Kong Stock Exchange Limited*, 1973)。

承接 1972 年的强势，1973 年年初的股票市场同样烈火烘烘、愈烧愈旺。虽然自 3 月底起股市急转直下，而上市浪潮也迅速降温，但该年仍有超过 100 家企业上市。由于数目众多，我们不逐一介绍，至于详细名单则请参阅表 11.5。

表 11.5　1973 年新上市企业背景摘录*

企业名称	法定资本(万元)	主要业务	主要资本	主要负责人
金城工商发展	1 200	工商业	华　资	林文杰
远生金属	800	五金制造	华　资	潘远生
力士地产	1 600	地　产	华　资	黎锡能
大富企业	702	地　产	华　资	张珍妮
大宝地产	12 465	地　产	华　资	胡法洸
友联世界	800	地　产	华　资	何　良
爪哇企业	4 200	地　产	华　资	吕超民

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续　表）

企业名称	法定资本(万元)	主要业务	主要资本	主要负责人
永昌盛有限公司	3 500	地　产	华　资	陈树锴
永发置业	1 600	地　产	华　资	林守鑫
永鸿基置业	950	地　产	华　资	詹　枝
伊人置业	300	地　产	华　资	黄奇松
兆安地产	5 526	地　产	华　资	李兆麟
兆景祥兴业	720	地　产	华　资	何耀棣
多盈利置业	1 000	地　产	华　资	钟明辉
怡东地产	1 100	地　产	华　资	钟江海
昌生兴业	3 000	地　产	华　资	郑桂生
明辉发展	12 841	地　产	华　资	彭国珍
金佑有限公司	2 175	地　产	华　资	黄乾亨
城都地产	6 400	地　产	英　资	J. D. Clague
纪德置业	3 120	地　产	华　资	陈应达
美汉企业	15 400	地　产	华　资	黄子明
香江物业投资	3 300	地　产	印(度)资	B. K. Marjani
晋利地产金融	5 600	地　产	华　资	李维鼎
海港工程	1 840	地　产	华　资	J. MacKenzie
高升地产	1 200	地　产	华　资	王启霖
伟大发展	800	地　产	华　资	吕荣光
伟益置业	2 400	地　产	华　资	梁　添
伟华企业	2 655	地　产	华　资	曹绍松
国大地产企业	1 800	地　产	华　资	B. S. Herra
国泰置业	2 667	地　产	华　资	邓炳辉
国际实业	1 940	地　产	华　资	张楠昌
捷达统一	700	地　产	华　资	戴希孟

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续 表）

企业名称	法定资本(万元)	主要业务	主要资本	主要负责人
捷联企业	5 570	地　产	华　资	郑翼之
启明建业	4 000	地　产	华　资	关启明
富捷置业	2 806	地　产	华　资	刘姚朗
富辉企业	3 120	地　产	华　资	梁满铨
惠泰置业	1 600	地　产	华　资	曾纪华
港发有限公司	3 280	地　产	华　资	翁国裕
港澳发展	2 300	地　产	华　资	黄奇松
华光地产	5 750	地　产	华　资	赵从衍
华信地产	4 000	地　产	华　资	蔡绍华
华厦置业	5 600	地　产	华　资	钟江海
顺福企业	4 410	地　产	华　资	卢玉梁
新安置业	2 600	地　产	华　资	陈清霓
万年置业	1 200	地　产	华　资	祝业进
裕兴建筑	1 000	地　产	华　资	罗肇唐
嘉隆发展(马币)	1 256	地　产	华　资	陈惠民
豪华置业	700	地　产	华　资	李恩洪
铨利基业	2 910	地　产	华　资	陈正文
龙珠岛发展	2 880	地　产	华　资	程振球
显江置业	2 100	地　产	华　资	罗锦泉
大元置业	2 700	地产、投资	华　资	王宽诚
协成行发展	3 570	地产、投资	华　资	方树泉
香港远东财务地产	2 000	地产、投资	华　资	蔡江涛
财务地产	3 670	地产、投资	华　资	郭仲晶
中同企业	3 375	地产、财务	华　资	陈普芬
永利财务	3 000	地产、财务	华　资	吴志光

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续　表）

企业名称	法定资本(万元)	主要业务	主要资本	主要负责人
东方财务	778	地产、财务	华　资	陈普芬
美城发展(显裕公司)	5 850	地产、财务	华　资	毛云龙
美马信用(联安公司)	1 200	地产、财务	不详	M. E. Lves
茂盛集团(第一证券)	9 188	地产、财务	华　资	黄惜芬
英泰投资	2 000	地产、财务	华　资	姚连生
得心投资	1 000	地产、财务	华　资	程希贤
华利企业	1 400	地产、财务	华　资	钱大忻
新时代地产	2 700	地产、财务	华　资	黄乾亨
万众财务	6 000	地产、财务	华　资	姚廷珊
德智发展	1 000	地产、财务	华　资	毛云龙
丽德财务	1 546	地产、财务	华　资	沈来喜
港九海运	4 116	地产、船务	华　资	钟正文
大生地产发展	10 000	地产、货仓	华　资	马锦灿
港九工商企业	1 820	地产、电影	华　资	张奥伟
香港地毡	1 933	地　毡	华　资	L. Kadoorie
模汉置业	5 000	投　资	英　资	D. S. Mohan
周生生集团	4 000	金饰制造	华　资	周君令
永安人寿	12 992	保　险	华　资	郭琳栅
伦太保险(马币)	800	保　险	华　资	郑鸿标
大亚石业	3 300	建　筑	华　资	吕志和
食品工业	3 000	食品制造	华　资	庄志明
保星旅业	2 510	旅　游	华　资	张榕根
好世界投资	1 750	珠宝钟表	华　资	杨受成
正德企业	7 100	纺　织	华　资	蔡德河
安泰毛纺	1 000	纺　织	华　资	黄宣平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续　表）

企业名称	法定资本(万元)	主要业务	主要资本	主要负责人
远东羊毛	1 000	纺　织	华　资	何关根
联益工业发展	2 400	纺　织	华　资	陈富基
永达利企业	3 600	纺织业	华　资	黄志强
华光航业投资	21 156	航　业	华　资	赵从衍
人人航运	4 200	航　运	华　资	Hu Jen Mou
明仁企业	1 000	航　运	华　资	陈普芬
东方海外	16 000	航　运	华　资	董浩云
信大轮船	1 500	航　运	华　资	张承尧
保荣航业	2 590	航　运	华　资	庄贵仑
华光航业	10 130	航　运	华　资	赵从衍
新海康航业	5 500	航　运	华　资	何善衡
宝福发展	3 600	航运、地产	英　资	J. L. Marden
信德企业	1 600	航运投资	华　资	霍英东
百乐酒店	6 200	酒　店	华　资	许让成
协兴针织	1 160	针　织	华　资	吴　松
安全货仓	3 000	货　仓	华　资	何钦华
中华造船	1 350	造　船	华　资	王华生
利丰有限公司	5 400	贸　易	华　资	冯慕英
容文企业	950	塑　胶	华　资	何忠礼
香港电脑	1 200	电　脑	华　资	陈普芬
香港友联银行	3 350	银　行	华　资	温仁才
立石电机株式会社	1 490	机　械	日　资	立石孝雄
自由发展	2 000	证　券	华　资	周廉财
大众投资	3 760	证券投资	华　资	郑鸿标

* 由于不同刊物的报道有一定差异，本表所列的企业集资额及上市年份或者会有出入。
资料来源：《1973 年香港股票投资手册》，1973；《香港年鉴》，1974。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

综合而言，一些现时大名鼎鼎的跨国企业如长江集团、新世界集团、新鸿基集团、合和实业、信德集团、鹰君集团、德昌电机、恒生银行、东方海外、嘉年地产、鹰君地产、利丰集团、周生生集团、亚洲保险等，便是在 70 年代初那个“火红年代”上市的。

事实上，从表 11.1 至表 11.5 中，我们还可以看到另外 3 个较为突出的要点：其一是他们大都属华人资本——或者说得深入一点——他们大多属个别华人家族所控制；其二是他们大都集中在地产或与地产相关的行业如建筑或建筑材料等；其三是这批企业日后取替了传统英资企业成为香港经济的主体力量（请参阅下一章）。

正如上一章所谈，在 1969 年前上市的公司，大都是由英资巨贾所把持的，但 1969 年至 1973 年新上市的，则绝大部分属华资企业。这些新冒起的企业，规模虽没有英资企业那么大，但上市后的迅速发展，则使人侧目。另一方面，这些新上市的企业大都集中于地产建筑；至于纺织制衣、股票投资和航运等，则只占少部分，显示当时香港的经济已开始依赖地产业了。

不过，我们也必须指出，在 1972 年及 1973 年间上市的企业，的确有些是良莠不齐、滥竽充数的。有不愿透露身份的资深投资者指出，当时部分新创立的交易所，对某些公司的上市审批，的确做得不够全面和严格，结果打击了投资者的信心。他举例说，当时有一家叫香港天线（Hong Kong Antenna）的企业申请上市，其主要卖点是该公司发明了一种可供家庭使用的电视信号接收器（俗称“天线”），至于什么业绩或资产，则一律欠奉。由于当时家家户户都对“看电视、装（安装）电视”这个新兴事物趋之若鹜，听到该公司发明了天线，自然认为公司前景极好，并争先恐后地认购该公司的股票，而股价也由上市时的 1.00 元暴升至高峰期的 33.50 元（《香港股票投资手册》，1973）。但是，后来发现那些居住在发射塔附近的居民，只要在大厦顶竖起一根普通铁线，也能接收信号，并可收看到粗略电视影像，而所谓“发明”，原来正是如此，事件最后弄成了国际笑话。香港天线最后当然在市场上销声匿迹，但很多投资者也弄至焦头烂额。

从交易所的纷纷成立和新企业的急急上市现象中，我们想到 19 世纪著名法国经济学者萨伊（J. B. Say）的话：“供应会产生自身的需求。”（Say，1867）事实上，这时期股票市场的开放和发展，正好验证了这个理论的“屡应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不爽”。当股票市场结束垄断、交易所纷纷成立时,很多企业便把握这个“人冲我又冲”的心理,急急将企业上市,结果引来了一波接一波的“超额认购潮”和“挂牌后股价急升潮”。当很多人在股市获利的消息被传播开去时,很多投资者的“寻金”美梦也直接而迅速地被挑了起来,而社会大众的投资需求,也在这样的背景下被源源不绝地释放了出来。

股市鼎沸与股民痴醉

回到70年代初股市鼎沸的问题上。1968年12月底收市时,恒生指数是107.55点,这比年头的66.92点上升了六成多。但踏入1969年,股市升势似乎意犹未尽,并有蠢蠢欲动之势。由是之故,1月份的股市仍节节上升,高投也十分活跃。可惜,自2月份起,受到银行加息和美、加等国股市呆滞影响,香港股市也顺势出现了技术回吐。

不过,当市场消化了加息的负面因素后,股市又在游资充裕的推动下展开了另一场升浪。事实上,由于股票市场急速而突然地开放了,一些“先头部队”自然先拔头筹地取得了有利阵地。举例说,1969年及1970年间上市的优质企业如保华建筑、美丽华酒店企业、南联实业、环球电子等,大多“超额认购”数十倍或数百倍,而“挂牌”后的股价也大多超越“底价”数成或数倍,使一众“认讲者”(投资者)获利丰厚(*South China Morning Post*, 31 October 1969; *Hong Kong Standard*, 24 February 1970)。

最初,当有消息说有人“不费吹灰之力”迅即在股票市场赚取巨大利润时,社会大众还是半信半疑。后来,当消息得到确认,而“赚大钱”的例子又愈来愈多时,市民大众渴望在股票市场中“分一杯羹”的心态,也变得更加强烈和热炽了。由是之故,俟后每遇“新股”上市,市民便一拥而上地前往“认购”。所谓“输钱皆因赢钱起”,由于市场的供应量始终有限,身有余钱而对股市存有憧憬的投资者又着实不少,新股认购初时多数能取得满意成绩,这又进一步刺激起市场的气氛,当一众股民尝得甜头后,他们那种“股市赚钱易”的错误概念又进一步被强化,这正是股市人声鼎沸、股民如醉如痴的原

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

因之一。

由于交投过分活跃，经纪疲于奔命，自1969年11月起，“香港会”甚至宣布缩短交易时间，以便他们完成手头上积压的贷款交收（*South China Morning Post*，1 November 1969）。结果，该年恒生指数以155.47点收市，较年初的107.55点上升了接近五成，而总成交量则达25.46亿元，较1968年的9.44亿元上升了1.7倍（*Hong Kong Stock Report*，1970）。

1970年的上半年，股市仍然动力十足。1至3月份，股市从年头的155.47点持续上升至3月13日的192.04点，之后获利回吐。5月初，受美国决定出兵柬埔寨而美国股市又大幅下跌的拖累，香港股市进一步下滑至5月22日的168.35点。以月份计，5月份的成交量是该年最低的一个月（*Hong Kong Standard*，27 May 1970）。不过，自6月初起，股市又掉头回升。虽然8、9月曾轻微回落，但10月又再上升，并以近乎全年高位的211.91点收市。

在新股上市转趋频密之时，香港证券交易所与各有关团体在6月中成立了一个“新股咨询委员会”（New Issues Advisory Council），希望提升上市公司的素质。该委员会主要职责是对计划在香港证券交易所上市的所有公司进行审核、指导，目的是为了充分保障投资人士的利益。A. H. 砵士任该委员会主席，其他委员有股票经纪施玉莹（F. R. Zimmen）、外汇银行公会代表、香港科学管理协会代表和香港律师公会代表等（*South China Morning Post*，16 June 1970）。

当大部分在1970年获利的投资者在1971年头“回吐”时，1971年上半年的股市曾一度陷入低潮。有些经纪行甚至因为早前过度投机而出现资不抵债的情况，而叶氏证券投资公司突然在1971年8月停业的事件，便是一个很好的例子（《股市周报》，1970年10月25日）。事件曾经引起社会广泛讨论，并使人想到交易所对经纪之间的监察是否足够等问题。可惜，由于俟后的股票市场转趋炽烈，而大多数股民又能从中获利，事件最后也就不了了之。

1971年11月，麦理浩接替戴麟趾为香港第25届港督，并掀开了香港社会发展的新篇章。股票市场的发展则略有不同，当麦氏正式履新时，股市曾因外围因素而急速回吐，使人心一度颇为紧张。幸好，不多久又重展升浪。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

结果,该年的恒生指数以341.40点收市,比1970年底的211.91点上升了六成多,至于全年总成交量方面则有147.93亿元,较上年的59.89亿元上升了接近1.5倍。

踏入1972年,香港可说是喜讯频传,而股票市场的升势更是一浪接一浪。1972年2月17日,美国总统尼克松打破外交常规,突然踏足北京,进行国事访问,消息使一直剑拔弩张的中美关系得到改善,而国际格局也出现了重大转变。受到这项利好消息的刺激,香港股市进入另一高潮。其次是2月20日,筹建经年的红磡过海隧道终于正式通车,从此,与九龙一海相隔的港岛便紧紧地连接在一起,而香港的经济实力也像武侠小说所描述的“主人翁打通任督两脉后武功大进”般迅速地成长起来。

由于内外因素一致向好,股市自然大升。乘着股市火光熊熊之机,很多企业纷纷上市(表11.4),使气氛愈加炽烈,成交量和恒生指数均屡创新高。到1972年6月12日,恒生银行宣布正式上市,这是香港战后首家上市的银行股,举动使本已热力逼人的股市更为炽烈、人心振奋。可惜,大约1个星期后,即同月的24日,香港金融市场混乱,银行停挂汇价,九龙证券交易所也需暂停营业。但是,这个局面只维持了一段很短时间。不久,当市场消化了这些负面消息并认为事件只是个别细规模交易所或企业的问题时,股市又重回升轨。

当股市热火朝天之际,市场还掀起一场使人津津乐道的插曲,这便是置地公司收购牛奶公司的“置、牛大战”。这个事件使股票市场火上加油、气氛炽热。1972年10月30日,置地公司董事局宣布以1股换2股的方式收购牛奶公司。牛奶公司董事局也不示弱,除了拒绝被收购外,还提出反收购,使牛奶公司的股价大涨。11月9日,牛奶公司宣布大股拆细,每股分为5股,然后每股派送1股红股,即由1股变为10股。13日,置地公司发表启事,极力拉拢牛奶公司股东加入置地公司,并称“人尽皆知,荒山野岭只能生长青草,绝不会生长盈利”,含蓄地批评牛奶公司经营不善(《星岛日报》,1972年10月14日)。

牛奶公司虽然陷于困境,仍坚拒置地公司的吞并,并向全体股东发表通告,力图坚持公司的独立性。可惜,牛奶公司最终也没法遏止置地公司的收购。到11月29日,置地公司宣布已拥有牛奶公司八成的股权,显示这场收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

购战已大局底定。半个月后的 12 月 14 日，置地公司再次发出公开启示，指收购行动已经完成，并成立牛奶公司的新董事局，主席为 H. 凯瑟克(H. Keswick)，总经理则仍由柯霖(P. N. Oram)出任(《星岛日报》，1972 年 12 月 15 日)。

对于众多企业在股票市场“一拥而上”的情况，社会上有很大的批评，而主要可归纳为以下数点：(一) 批准新股上市的审核工作不够严密，个别股票的售价与它的盈利能力和发展前景不相称。(二) 对“一窝蜂”式争先恐后的新股上市申请未能给予适当的制约，使市面上的资金过度集中。(三) 批准上市的企业集中于地产股，发展不平衡。(四) 对上市后的交易活动，不闻不问，态度放任，让投机者有机可乘(《星岛日报》，1972 年 10 月 17 日)。

虽然交易所的负责人例如李福兆等曾公开指他们对上市申请审批和监察均十分严格，并认为股市炽热完全是自由市场内企业和公众投资者各取所需的结果(*Far East Exchange Limited*，1972)，但炒卖过于炽烈的情况，又确实引起了社会和政府的高度关注。事实上，在股市炒得火光熊熊时，奉劝投资者要小心，不要过分投机的文章着实不少，就连汇丰银行主席也公开呼吁市民要小心股市过度投机(《星岛日报》，1972 年 11 月 13 日)。但大部分均被视作“无的放矢”，听不入耳。以下且让我们引述两段报章报道加以说明。

> 炒买股票已成为香港人的玩意，有如走入快活谷(Happy Valley)赌马一样，成为了赌博性。新公司源源上市的情况，表示香港人热衷股票炒卖，茶楼酒馆的顾客所谈者，百分之九十五均是买卖股票。哪只股票会上升或哪只股票只会“牛皮”诸类，均成为坊间谈话的主题。(《星岛日报》，1972 年 10 月 22 日)
>
> 本港股票市场空前活跃，上自富商巨贾，下至工友女佣，无不热衷于股票买卖……不幸，在此等交易中，视为长期投资者仅占少数。多数是投机性质，希望在股市上落市中赚取巨利……一旦股市发生波折，立即会引起连锁反应。不但股市本身有危机，整个经济与金融系统均将遭受严重冲击。(《星岛日报》，1972 年 10 月 30 日)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这一年，香港股市交投极为狂热，全年成交总额达433.97亿元，相当于1971年的3倍。其中，不少股价升幅超过1至3倍，具代表性的股票包括怡和公司、会德丰、置地公司、牛奶公司、九龙仓、黄埔船坞、太古船坞、均益仓、太古实业、香港电车、中华煤气、九龙巴士、中华巴士、仁孚行、保华建筑、青洲英泥、怡和证券、香港大酒店、城市酒店和美丽华酒店等。从账面上看，很多投资者都有一定获利(*Far East Exchange Limited*, 1972)。

综合而言，1969年到1972年的股票市场，可说是硕果累累的。恒生指数方面，1969年的每月平均指数为129.74点，该年的最高及最低点分别是160.05及112.53点。1970年，恒生指数每月平均数上升至187.25点，而最高及最低点则分别是211.91及154.75点。到1971年，恒生指数每月平均数进一步上升至281.81点，最高及最低点则分别是406.32及201.07点。到1972年，升势更为凌厉，恒生指数每月平均数为489.18点，最高及最低分别是843.40及323.95点(表11.6)。换言之，在这4年里，恒生指数每月平均数上升了接近3倍。

表11.6　1969年至1972年恒生指数及各交易所成交量摘要

年　　份	1969	1970	1971	1972
恒生指数：平均数	129.74	187.25	281.81	489.18
恒生指数：最高	160.05	211.91	406.32	843.40
恒生指数：最低	112.53	154.75	201.07	323.95
成交额				
香港会	2 523.82	3 057.30	4 738.37	10 610.72
远东会	21.65	2 931.34	7 833.72	18 110.79
金银会	—	—	2 221.31	8 104.09
九龙会	—	—	—	6 932.02
全年成交总量(百万元)	2 545.67	5 988.64	14 793.39	43 757.62

资料来源：*Hong Kong Stock Exchange Limited*, 1980; *Far East Exchange Limited*, 1974

成交量方面，1969年全年总成交量为25.46亿元，1970年跳升至59.89亿元，到1971年及1972年，更分别飙升至147.93亿元及437.58亿元(表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

11.6)。也即是说，在这短短的4年里，成交量也大幅飙升16倍多。一句话，无论是从恒生指数或是成交量看，1969年至1972年这4年间的表现，的确是香港股票市场发展中一个最为急速时期。所谓“乐极生悲”，这场来势汹汹的“淘金浪潮”，最后还是悲剧收场。

经纪业与经纪牌照的起落

当谈到股票市场的开放和股票买卖日渐活跃的问题时，我们不期然会想到经纪业——即代客人买卖股票的行业。这个行业的迅速壮大和经纪牌费的起落升跌，曾在社会上引起很大的回响。在两会合并时期，香港证券交易所的会员人数只有54名。由于该会的规范十分严格，会员人数增加不多。就算后来略有增加，但上限仍是60名。换言之，整个行业最多也只有60个从业人员而已。

对于当年“香港会”转牌的情况，身为“香港会”成员并曾经以买牌形式加入该会的吴兆声这样说：

> 以前经纪牌很少可以自由买卖，多是父传子的，外人很难买到……大多是父亲退休时介绍给儿子，由他们接替会籍，买卖便变成了很围内的事情。(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)

换言之，由于早期的买卖不公开，外人既无法问津，我们也无从掌握当时会籍的实际价格。

随着新交易所的纷纷成立，股票经纪的人数，也迅速膨胀。但“香港会”的会员人数(不包括商号会员)，相对增幅一直是4间交易所中最低的。1969年，该会共有会员57名，1970年上升至60名，另加4名海外会员。到1971年，普通会员轻微上升至63名，海外经纪则仍4名；1972年，普通经纪上升至77名，海外经纪则上升至8名；到1973年，普通经纪大幅上升至127名，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

而海外经纪则上升至 12 名(*Hong Kong Stock Exchange Limited*, 1968 - 1974)。

至于"远东会"、"金银会"及"九龙会"的会员人数,增幅则十分惊人。"远东会"创会时有会员 46 名,1970 年已上升至 109 名,升幅超过 1 倍。到 1971 年,会员人数进一步上升至 165 名,增幅多达六成。其后的 1972 及 1973 年,再分别上升至 289 名及 341 名,年增幅高达五成多(*Far East Stock Exchange Limited*, 1970 - 1974)。

与"远东会"相比,"金银会"的会员数目,增长一点也不逊色。1971 年成立时,该会共有会员 72 名,到 1972 年已上升至 250 名,增幅多达 3 倍。到 1973 年底更上升至 350 名,增幅六成。"九龙会"创会时已有经纪会员 133 名,1973 年则为 171 名。该会规模虽然较小,但增长仍极为厉害(*Kam Ngan Stock Exchange Limited*, 1971 - 1974; *Kowloon Stock Exchange Limited*, 1972)。若以经纪总人数的增长计,从 1969 年初的 57 名到 1973 年的超过1 000名,升幅超过 16 倍,行业短时间内急速膨胀的情况,极为明显。

当股票市场牛气冲天之际,不独股票经纪人数倍升,就连经纪牌费(即交易所会籍)也水涨船高,增长速度惊人。以下也让我们谈谈这个奇特的现象。有行内人士指出,在 1967 年底,经纪牌费曾跌至 10 数万元,但 1968 年中已急速上升至 20、30 万元。不过,就算有人愿意付出以上价钱,也未必可以买得经纪牌,原因是很少会员肯出售(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)。"远东会"创会时的牌费为 8 万元,这明显较"香港会"的牌费低很多。之后随着市场气氛转旺而不断攀升至 10 多万元(1970 年)、接近 20 万元(1971 年)及接近 80 万元(1972 年),增幅之大,使人咋舌。"金银会"的情况也不相伯仲。1971 年创会时同样是 8 万元,之后提升至超过 60 万元(1972 年)。较为细规模的"九龙会",创会牌费是 5 万元(1972 年初),到年底已升至接近 30 万元了。

在 1972 年 11 月《星岛日报》一篇名为"最佳'掘金'工具"的文章中,便巨细无遗地披露了 4 个交易所经纪牌费的变动。现引述如下:

最近香港股市的狂热,当真已发展到令人震惊的地步了……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

香港证券交易所的暗盘经纪牌费，由40万元提高至50万元，是4家交易所中经纪牌费最贵的一间。今年是香港证券交易所经纪牌费腾升最速的一年，5月份前的行情还是25万元，7月初调高至30万元，踏入10月份即提升至40万元……金银证券交易所的经纪牌费较为便宜。上月份还是15万元，但现在有可能要30万元了……九龙证券交易所初时经纪牌费只为5万元，传说现已提高到10多万元，而且不易获得……远东证券交易所的经纪牌最“抢手”（多人争），据说有许多人愿以暗盘40万元购入，但没有成员愿意出让。（《星岛日报》，1972年11月18日）

报道公开不久，该报又再发表另一篇名为“经纪牌每个50万元各交易所均准备扩充”的专题文章，阐述经纪牌费持续急升而各交易所又急谋扩充业务的情况。为了呼应前文，我们同样引述如下：

以最近为当局承认的九龙证券交易所为例，由最初的每席5万元涨至目前的“市价”28万元，不足1年内，涨幅接近5倍……成立于1969年12月的远东证券交易所，涨幅更为厉害，每次平均以6成递增，今年来之涨幅则达3倍。该交易所设立之初，收费为每席8万元，到了今年年初，收费也只是12万元而已，其后即不断提高，由12万元增加至20万元，之后升至30万元，到11月更提高至每席50万元。金银证券交易所虽然与远东证券交易所一样，同为8万元开始，但涨幅倒不如远东大。该交易所调整牌费至每席12万元后，两度调整幅度只在三成左右，即分别为16万元及现时的20万元。历史最久的香港证券交易所，其经纪牌费之增加在各交易所中最为平稳。以每席20万元开始后，数年来只增加了两次，即今年初之30万元及目前的50万元。该交易所经纪牌费一向高于其他交易所，而现在则与远东交易所相等。（《星岛日报》，1972年12月11日）

由于牌费日高，经纪们的“身家”自然水涨船高，几乎使人人均变成“百

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

万富翁”,令行外人既妒且羡。有报章这样引述:“据交易所人士指出,目前各股票经纪的‘身家’,一般都在四五百万元左右。”(《星岛日报》,1972 年 12 月 11 日)无论是从佣金收入、投资获利或经纪牌增值上看,说股票经纪是这场股市大升浪中少部分获利丰厚的大赢家,相信不会错到哪里去了。

结　语

所谓“否极泰来、物极必反”,股票市场的发展,很多时都应验了这些传统预言。受到 1967 年暴动的打击,香港的股票市场曾经一度陷于低潮,使很多投资者惶恐终日、失去信心。后来,随着社会秩序和经济实力的恢复,股票市场才逐渐走出谷底。在投资信心恢复后,原本被过度抑压的投资意欲又如山洪暴发般一发不可收拾,并造就了一浪接一浪的股市高潮。

但短时间内过急、过剧和过滥的膨胀与扩张,又造成了很多后遗症。举例说,由于市民大众的投资意识、交易文化和风险管理等条件均未成熟,加上法律配套和监察制度等又严重滞后,使政府“欲管无从”,失去了应有的“主持公道、维持秩序”角色,令股票市场出现前所未见的急升骤跌现象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十二章

市场开放与制度变革

在20世纪60年代末、70年代初股票市场由封闭走向开放的过程中，出现了很多重大的制度变革。这些变革，除了直接影响股票市场的营运外，也为香港国际金融中心地位的建立，奠下重要的基础。事实上，很多重大买卖制度的创新和变革，例如吸纳女性经纪和女性投资者、接纳中文为交易语言、增加股票市场的监察和资讯流通，以至吸纳外资经纪成为正规会员和逐步实施电脑交收制度等，都是在这时期确立下来的。

在本章的讨论中，我们除了较为深入地阐述这些创新改革措施的酝酿和实行过程外，还会集中谈谈“香港会”如何运用本身的传统优势，阻止新会所的成立，借以保持其垄断地位。另一方面，我们也会从较为宏观的角度探讨一批新冒起的企业家们如何凭借本身敢拼敢做、勇于创新的精神，打开香港股票市场的大门，并将本地的股票市场推向国际舞台，使香港发展成世界级金融中心。首先，就让我们从开放投资空间并提升香港国际金融中心地位问题谈起。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

开放投资空间与提升金融地位

第二次世界大战前，香港无论是在商业贸易、工业金融以至文化艺术各方面均落后于上海。大战结束后，上海急速滑落而香港则逐步冒升，并取而代之地成为亚洲的商贸中心，至于部分原本在上海叱咤风云的金融及工商界领袖，则先后南下香港，并在香港东山再起，为香港的工业本土化发光发热。

虽然香港工业贸易迅速在五六十年代崛起，但股票市场则因过度封闭而裹足不前。或者可以这样说，香港虽然已由 1891 年时不足 60 万人口的中小型城市发展成 1969 年时超过 400 多万人口的国际都会，但股票市场的运作和发展，则原地踏步地停留在 1891 年的时代，并仍由一小撮西商巨贾所控制，市民大众无缘参与，至于“挂牌”企业的数目，也和 19 世纪 90 年代末差不多，显示股票市场一直追不上时代发展的步伐。

正因为股票市场的发展严重滞后，私人企业与公众资金之间，便失去了应有的联系，并产生了私营企业集资无门、民间储蓄难觅出路的现象。至于“远东会”的成功突围，正是看准了股票市场供求失衡这个巨大缺口。对于“远东会”成功打破“香港会”垄断局面并迅速崛起的举动，前“香港会”理事兼前香港经纪业协会主席朱颂田这样说：

> 远东交易所创办时，吸引了不少“香港会”经纪(属下)的营业代表“跳槽”(过档)，由于入会费只是 8 万元，并可安排开设银行的透支账户，又将交易佣金由 0.5%减少至 0.25%，如此一来，这批资深从业员便变成该会的开国功臣。在“远东会”一轮攻势下，短短数月间，成交额已超过“香港会”了。(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)

至于“金银会”前理事之一的曾昭稳，则这样回应说：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

远东交易所的成立，毕竟打破了西人垄断的局面。或者可以这样说，那时英资公司把持了香港的股票市场，华人很少可以参与。自远东交易所成立后，华人参与的机会增多了，上市的程序亦变得容易了。(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)

事实上，“远东会”、“金银会”和“九龙会”的相继成立，不但为垄断封闭的年代画上句号，也为股票市场的进一步发展，开拓了更大的空间。所谓开拓股票投资空间，可以具体地反映在几个重要的层面上。其一是企业集资空间的开放，其二是投资层面的开放，其三是股票经纪业的开放。

1969年以前，只有欧美巨商及少数地位显赫的华资企业可以上市集资，一般企业多被拒之门外。但是，自从“香港会”的垄断局面被打破后，不但只欧美企业可以上市集资，一般规模的华资企业也能享受同样的待遇。举例说，在1968年前，全港只有59家上市公司，1969年、1970年及1971年分别上升至73家、91家及104家。到了1972年及1973年，上升幅度更大，达到195家及210家，当中华资企业更占了绝大多数，显示企业集资空间的确大大地扩大了。可以这样说，自70年代起，只要企业稍有实力，不管它们是英资、美资、日资还是华资，均有同等上市的机会。

从投资层面上看，股票市场还没完全开放前，只有一小撮西欧商贾及社会精英方能进出交易所，进行私人或企业投资活动，社会大众一般无缘参与。股市开放初期，也只有那些思想较开放、学识较高的中产人士参与。后来，由于“金鱼缸”(交易大堂)向外开放，普罗市民以至家庭主妇也能置身其中。至此，股票市场作为公开集资的目标，才算真正得到落实。

股票经纪业的开放又涉及两个层次。其一是经纪人数的增加，其二是海外经纪的加入。有关经纪人数增加一项，我们在上一章已有谈及，在此略过不表。在吸纳海外经纪方面，则有必要简单地交代一下。在“香港会”主导香港股票市场时期，该会为了防止外资经纪的直接竞争，一直采用歧视性的措施。除了严格限制新会员加入外，又对外资经纪诸多留难。就算同意他们加入，也只让他们作附属会员(associate member)。所谓附属会员，即代表他们并非普通会员(ordinary member)。按该会的规定，只有普通会员才

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可直接在交易所内买卖股票。换言之，外国经纪必须透过本地经纪，才能买卖香港股票。至于选举及被选举权，更加不会有了。很明显，订立这个制度的目的，只是为了保障少撮本地老牌经纪的利益。

"远东会"成立不久，便率先打破"香港会"不接受外资经纪作普通会员的共识，让那些财雄势大的海外经纪行(俗称"深水大鳄")成为普通会员，与本地经纪平分秋色。这样一来，历史较短而财力较弱的本地经纪，自然受到很大的冲击。但是，从另一角度上看，"远东会"敢于面向世界的勇气和作风，却为日后冲出亚洲并发展成国际金融中心的地位奠下了重要基础。

回头看，香港国际金融中心的地位，实非一蹴而就。除了上文所说的降低上市门槛、开放投资层面及公平对待海内外经纪外，当时的金融及工商界领袖立志走向世界，并主动出击地与各大金融市场建立紧密联系的做法，同样举足轻重。曾经在"远东会"服务十多年的张燕群便清楚地告诉我们，该会一早已定下"立足香港、放眼世界"的国际化目标。她这样说：

> "远东会"一直想建立一个国际化的市场。事实上，在那个时代，他们已建立起一些国际性的关系，我觉得他们(创会成员)不是保守的人，或只是看着香港的情况，他们也会留意其他地方的发展。举例说，他们每年均会外出拜访其他交易所，而外国的交易所也会来"远东会"考察，互相交流，我想"国际化"这个目标，是当时那班理事和李福兆的意愿。(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)

事实上，不但交易所主持人立志将香港发展成国际金融中心，一些金融及工商界翘楚也积极向外推销，希望强化香港金融市场的国际地位。举例说，以冯景禧等为首的金融及地产界精英，便在 1973 年 1 月底率团远赴欧洲，进行半个多月的考察交流活动，一方面向外推广香港的股票市场，另一方面则吸收欧洲股票市场的长处，增加彼此的相互支援和合作(《星岛日报》，1973 年 2 月 12 日)。

总括来说，"远东会"、"金银会"和"九龙会"等的先后创立，不但打破了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

"香港会"过往一会独大的垄断格局,它们一连串创造性的举动,更对香港的经济、金融和社会各方面的发展带来巨大的冲击。以下不妨让我们谈谈当时另一重大突破——女性经纪的涌现及女性投资者日多的问题。

女性投资者日多

吸纳女性为股票经纪并掀起女性自由自主的投资潮流,可说是这时股票市场发展的一大突破。在 1969 年之前,不要说女性要当股票经纪难如登天,就算是男性要做经纪也极不容易。正如之前各章所谈,香港股份总会和香港股票经纪协会合并后,"香港会"的经纪数目仍限制在 60 名之内,很多渴望从事股票买卖的人,都只能望门兴叹,就算家世显赫的李福兆,要求加入"香港会"时也吃了"闭门羹"(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)。在这样封闭的制度下,女性要成为股票经纪,自然也困难重重了。虽然我们曾经尝试从不同资料上考查及寻找有关女性经纪或女性投资者的资料,但大都失望而回。从常理上推测,在"远东会"创立前,女性投资者应该不会多到哪里去,而地位显然也是极不平等的。

"远东会"的创立,可说是打破了女性不染指股票、不涉足股坛的"铁律"。事实上,"远东会"创立时的其中一个卖点,便是接纳女性作为会员(经纪)。从该会 1970 年的会员名册中,我们发现在 109 名经纪会员中,有 11 名为女性,其中 1 人(周佩芬)更是该会的理事,地位极为突出。到 1971 年,该会会员人数增加至 121 名,其中 14 名为女性。在一份较后期刊出的会员名册上(没有注明出版年份),会员人数已增加至 384 名,而当中的女性人数,则增加至 61 名(Far East Exchange Limited, 1970 - 1971)。

事实上,吸纳女性作为会员的,不但只是"远东会",其他如"香港会"、"金银会"和"九龙会"等,也有样学样地向女性招手。因应女性地位日高和市场急速发展的需要,"香港会"更一改传统地在 1970 年 11 月 2 日通过特别议案(special resolution),接纳女性会员(《星岛日报》,1970 年 11 月 3 日;

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Hong Kong Standard, 15 October 1970 & 3 November 1970; *Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)。第一名女性会员，是罗其铭的太太李淑芬，她在1970年12月1日的董事局会议上获得一致通过。对罗李淑芬的加入，《星岛晚报》这样介绍：

> 罗夫人是“香港会”的第六十一名会员，家居九龙加多利山，为一间女服装店的东主及合茂公司的董事长。罗夫人历任九龙会会长（笔者注：原文如此）凡两年，1967年至1968年任保良局总理，并参与圣约翰救伤队、九龙乐善堂、中国妇女会及新界妇孺福利会等活动……罗夫人表示今次闯进一度全部为男性的圈子，当需相当勇气。又认为男人能成为成功的经纪，女人不会不能。（《星岛晚报》，1970年12月2日）

俟后，其他女性会员如潘锦溪太太张丝娜、简日林太太、吴兆声太太陈荷丽、A. H. 砵士太太麦定娟、徐国炯太太邵琰玲和王德辉太太龚如心等也陆续出现(Hong Kong Stock Exchange Limited, 1970 - 1973)。有报纸甚至拿“香港会”吸纳女性经纪的做法来幽它一默。

> ……另外一个（转变的）原因，就是旧市（即“香港会”）为表示思想解放，与新市（即“远东会”）看齐，容许女性上市，这一下又是破旧市（创立以来的）纪录。最欢迎的莫如买手了，希望来的女助手是未婚的，所以个个“企企履履”（整整齐齐），即使已婚的，亦照打扮可也。未知买手太太们，会不会视丈夫如不断升值的股票，盯紧不放呢。（《股市周报》，1970年10月25日）

在1973年出版的“金银会”会员名册中，一共列出了274名会员，当中有36名为女性，而李嘉诚太太庄月明、邱德根太太裘锦兰和胡应湘太太郭秀萍等，更是其中的代表者（Kam Ngan Stock Exchange Limited, 1973）。在1972年出版的“九龙会”会员名册中，该会一共有133名会员，当中同样发现有14名为女性(Kowloon Stock Exchange Limited, 1972)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

深入一点看,我们发现这时期的女性会员有两个十分有趣的特点,其一是她们的名字上大都冠上丈夫的姓氏,其二是她们大多是“兼职”性质,并不活跃地代客买卖。为什么大多女性会员都冠上了丈夫的姓氏呢?撇除传统的“出嫁从夫”习惯称谓不谈,相信这和当时的交易所为了打击竞争对手严格规定自己的会员不能在其他交易所“挂牌”有关。据行内人士忆述,若某人是某家交易所的会员,而他又希望取得其他交易所的会籍时,他往往便会用自己的妻子、兄弟姐妹或亲朋好友的名字登记,避开原会所的规章(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)。正因如此,一家交易所的会员名单与另一家交易所的会员名单,很多时会给人“似曾相识”的感觉,而女性会员便在这样的条件下涌现出来。

为什么女性会员多不活跃于代客买卖股票呢?这明显与上一章提到的经纪牌价值不菲并且持续攀升有关。由于经纪牌本身被看成是一项长远投资,是否做买卖便显得不太重要,这也是大部分女性会员不太热衷参与买卖的原因。“香港会”前理事吴兆声所说的一番话,正点出了问题的核心所在。他说:“很多时有钱的丈夫会买个(经纪)牌给太太,让她们做买卖,当作玩乐性质”(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)。

在谈到女性经纪和女性投资者日多的问题时,另一名“香港会”前理事兼前香港证券经纪业协会主席朱颂田所说的一则自身经历,或者可以作为女性加入股票市场初期遇到问题的一个小注脚。他说:

> 当时有一位女出市会员,现时已过身了。我记得她很喜欢戴假发,有时与她争买卖盘时,我一手抓着她的假发,她自然要扶着假发,我便乘机碰触报价板。当时若有多人争同一价钱买卖盘,便以谁先点(碰)到报价板(board lot)者为胜。所以市旺时要争盘,女性是比较吃亏的。(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)

至于另一位“金银会”前理事马清忠在回忆时也这样说:

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

女性(会员)初期不多,后来才多起来,再后来就没有分男女了。不过当时仍要“上板”买卖,女性实在有点不方便。走上黑板买卖时,如果有什么碰撞便不太好了,所以她们通常只是坐在座位上,出去买卖的,大多以男性为主。(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)

除了女性持牌经纪的数目日多外,女性投资者的比率也相对地增加了。这项重大转变带出了一个十分清晰的信息:女性的经济地位已明显地改善了。当五六十年代香港工业方兴未艾之时,很多年轻女性均被吸纳到纱厂、布厂、电子厂或玩具厂等工作。虽然“工厂女工”们面对很多层面的剥削和不公平待遇,但她们因工作而得享财政独立的情况,却有一定帮助(Salaff, 1981)。正因为财政自主性较大,女性的私人积蓄也相对地提高了,至于将个人积蓄投放到股票市场的做法,看来则是当时社会刚刚兴起的一种潮流(《股市新闻报》,1973 年 2 月 11 日)。

因应女投资者日渐涌现的情况,《星岛日报》在 1973 年年初刊登了一篇名为“中细价股顾客半属太太小姐”的文章,指出女投资者已在市场上占了极为重要的地位。文章这样说:

近年来,本港股票发展蓬勃,一般小市民亦热衷买卖股票,而拥有大量私蓄之太太小姐们亦不甘人后,踊跃参加买卖股票之行列。据称业内人士曾作一有趣调查,抽查一百万股某大公司的股票,发现在该等股票中有百分之三十八为太太小姐们所拥有,职业炒家约拥有百分之二十,而其余的百分之四十二,则为一般商家及小市民所拥有。(《星岛日报》,1973 年 2 月 24 日)

就当时女性投资者日多的情况,该报还做了一点简单的分析,而其结论则是:“因为她们可资运用的私蓄较易调动和周转,而且用她们的名称购买股票后,需交付的不动产税率也较低”(《星岛日报》,1973 年 2 月 24 日)。虽然我们无法确定当时女性购买股票后所要缴交的税率是否真的较低,但我们却有理由相信“师奶”(太太)们的确较有空闲和时间到“金鱼缸”(交易大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

堂)或经纪行"打趸"。与男性投资者的"单打独斗"不同,"师奶"们通常是三五成群地在经纪行内"谈股论市",因而也会给人"女性投资者愈来愈多"的感觉。

正因为市场上出现了一批"女性投资群",不少经纪行便门户大开地向她们招手,希望吸纳多些女性客户。另一方面,触角敏锐的商人更办起以女性投资者作为主要读者群的报刊来,也间接地提升了女性的投资知识。按曹志明的忆述,自"远东会"开业后,《明报晚报》也随即创立,"其构思来自教导妇女如何投资和理财"(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)。从不同层面上看,自股票市场变得开放后,普罗大众对股票市场的接触的确增加了,至于女性投资者日多的情况,正好具体地说明了股票市场已真正面向社会公众。

提升中文地位与普及投资信息

另一项重大制度变革是提升中文地位及加强投资信息的传播。在"香港会"一会独大的年代,股票买卖一直均被视作上层社会——尤其是西商巨贾——的玩意儿,一般华商及普罗市民只能望门兴叹、无从参与。由于当时市场的组织者和参与者多属西人,英文也顺理成章地被列为"官方"沟通媒介。

后来,虽然投资空间略为开放,而普罗市民参与买卖的例子也渐有听闻,但本地的主流语言"广东话"(中文),则仍受到诸多歧视,不能在"香港会"内流通,这明显会给普罗投资者带来很大不便。就中文一直备受冷待和漠视的情况,年轻时曾在"香港会"工作的资深股票评论员曹志明,便有这样深刻而具体的观察和感受。他这样说:

"香港会"亦有不少华人经纪如莫应基先生、苏佩瓒、苏佩玿先生等,但他们的作风已很英国化。"香港会"有很强的英国人传统,而华人与洋人的差别是很明显的,例如以往在太古洋行的洗手间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

> 亦分作一、二等的，这种分野始终令人感到不安。虽然“香港会”内并没有明显的种族歧视或不公平的待遇，但你总感觉到某种鸿沟存在。例如主席和交易所秘书大多是英国人，会内以英语为沟通语言，令少数英语不流利的经纪有一种低人一等的感觉。（*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997）

新交易所的创立人似乎看到“香港会”将股票市场集中在上流社会的局限。由是之故，当李福兆等人筹组新交易所，他们已明显地确立了面向社会大众的策略。既然要面对普罗投资者，除了要调低上市门槛、简化上市手续外，普及交易语言及加速资讯发放等，也变成新交易所的主要卖点（*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997）。

事实上，新交易所采纳中文作为主要沟通媒介并提升市场资讯流通的做法，明显是李福兆和王启铭等人审时度势、顺应潮流的理性选择。1968 年 1 月 20 日，香港中文大学学生会发起第一次“中文列为官方语言运动”，受到普罗市民广泛支持，显示社会对提升中文地位、广泛应用中文有迫切而强烈的诉求。在谈到“远东会”率先以中文（及广东话）作为沟通媒介，打破“香港会”纯以英文作为“官方”语言的作风时，曹志明说出了当年提倡中文作为新兴交易所其中一种“法定语言”的一些原因。他说：

> 中文大学大概在 1970 年或 1971 年间发起了中文运动，要求中文成为本港的法定语言。我亦响应这运动，在新闻界呼吁上市公司的年报应有中文版。以个人的经验看，只有少数的投资者是外国人，百分之九十是中国人，但当中可能占一半以上的中国人不懂英文。当时我的观点是，如果公司年报只有英文版，而大部分投资者却看不懂，这对他们并不公平。其后通过报章不断宣传这种想法，并去信各上市公司、政府部门，以及通过“远东会”等多种渠道，希望上市公司出版中文年报。经过数年努力，总算获得社会人士认同，本人亦以此事为荣。“远东会”、“金银会”对这个意见十分支持，而上市公司年报中文化之运动亦算成功。现时大部分上市公司年报均中英本具备，为投资者提供了很大的方便。（*Stock*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Market Artifacts and Archives Collection: Oral History, 1997)

另一方面，商营电台(商业广播有限公司，1959 年 8 月启播)和商营电视台(无线电视广播有限公司，1967 年 11 月启播)的先后创立和启播，恰恰标志着香港已进入了电子资讯的年代。看到这个客观的事物转变，新交易所的创办人乃主动地加强投资信息的发放和传播。这种做法，既可提高股票市场的透明度，又可推广股票买卖，实在一举两得。举例说，他们一方面强化传统印刷媒体的报道，另一方面则充分发挥电子传媒的特长和威力，分别在电台及电视上广作介绍和报道，提高了投资者的兴趣。在某次接受记者访问时，李福兆便不经意地讲述了“远东会”如何强化市场信息传播并掀起投资股票热潮的问题。他说：

> 过去，本港市民对股票投资往往抱着一种神秘眼光，外行人更是望而却步。本交易所有见及此乃自动邀请香港商业电台合作，将每日的交易动态作 5 次定时的直接广播，以迅速而准确的手法，传达至香港的每个角落，使那些对证券投资有兴趣的市民感到极大便利，从而刺激他们积极参加此项投资活动，这便是本港股票市场蓬勃畅旺的主要原因。(《星岛日报》，1970 年 3 月 6 日)

除了电台(后来扩展至电视)的定时定刻重点报道外，印刷媒体如《股市周报》(1970 年 10 月创刊)、《股市与银市》(1971 年 11 月创刊)、《金融日报》(1972 年 4 月创刊)、《股经》(1972 年 9 月创刊)、《股市新闻报》(1973 年 2 月创刊)和《股市日报》(1973 年 3 月创刊)等，更如雨后春笋般涌现，至于质素较佳的《明报晚报》和《信报财经新闻》，则分别在 1970 年 1 月及 1973 年 6 月创刊。

还有一点值得注意，这时期的报刊杂志多会“炮制”一些诸如“股市秘闻”、“大户秘闻”、“谈股色喜”、“庄家搜秘”、“发财篇”、“玩股日记”和“内幕传真”等专栏，使读者眼花缭乱。至于那些执笔者的名字，又大多属“诨名”如“幕后客”、“缸边客”，或者一些似假非真的怪名如“米斯”、“金铭”、“敬青”和“万利”等，使人颇有儿戏和不专业的感觉。事实上，在谈到这时报章、杂

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

志纷纷“教人投资”的问题时，前联合交易所上市科行政总监的霍广文便这样说：

> 当时香港股票市场是一个很初步的市场，没有什么机构者和专业分析员。所谓分析，事实上与马经、狗经的分析一样。记忆所及，当中一些证券分析的用语，往往是“今日热门一、二、三，大热、次热、冷门……”等一种类似马经报道的手法来分析股市。(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)

虽然有些报章的报道尚算中肯，但有些则难免粗制滥造、有所偏颇，使那些分析力较弱、投资意识不高及投资文化未开的普罗市民坠入了“投资迷阵”，甚至蒙受巨大的损失。

简单地说，早期投资信息只靠口目相传，一传十，十最多传百。但是当股票市场结合起大众传媒的力量，信息的传播，已不再是十传百，而是无远弗界、无孔不入。正面的看法是投资信息容易发放，可以增加市场的透明度，减低资讯垄断。负面的看法是市场欠缺理性，当媒体大肆报道时，反而容易引起恐慌，作成跟风盲动的不理性行为，这正是日后股市逆转时一众股民疯狂抛售手上股票并演变成灾难的其中一个原因。

恒生指数的创立和应用

在讨论香港股票市场的创新和变革时，我们还应该粗略地谈谈恒生指数(Hang Seng Index)的创立和应用。名如其意，恒生指数是指一项由恒生银行编制并用于量度整体股市表现的统计数据。该数据的制定，除了参考美国的道琼斯工业平均指数(Dow Jones Industrial Averages)、标准普尔指数(Standard & Poor's Index)及英国的金融时报指数(Financial Times Index)外，也结合了本地股票市场的特点(Hong Kong Stock Report, January 1970)。因此，该指数既能充分反映香港股票市场的整体表现外，也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可与其他国际性指数比较，做到兼收并蓄、融汇中西的效果。

对于恒生指数的创立和应用，我们有 3 个特别感兴趣的问题。第一，为什么当年会由一家没有公开上市的银行创立指数而不是“香港会”呢？第二，为什么当年会以 1964 年 7 月 31 日作为指数的基点呢？第三，为什么当时会选择 33 只股票作为主要的成分股呢？

很多人都会觉得奇怪，“远东会”创办不久便有远东指数（Far East Index），“金银会”创办后也迅即推出金银综合指数（Kam Ngan Index），但创会接近 80 年（1891～1969）的“香港会”，却没有一个属于自己的指数。从种种迹象上推测，“香港会”创会这么久而没想到编制指数的原因，一方面或者与该会不思进取的心态有关，但另一方面则可能与当时股票市场上落不大、交投呆呆滞滞有关。由于股市一直没有太大的起伏和变动，指数的设立也显得可有可无了。

反过来说，当时的恒生银行虽然并非上市公司，但其创办人或领导层如何善衡、林炳炎、何添、梁铼琚、梁植伟、利国伟等，则属金融界精英，对股票市场的了解，十分透彻。事实上，为了深入而准确地掌握香港经济及金融发展的状况，该银行特别成立资料研究室，而恒生指数的编制，正是为了记录并追踪香港经济及金融的轨迹。由于何善衡、何添和利国伟等与“香港会”素有来往，而指数又确实能反映股票市场的变动，双方乃在 1969 年达成协议，将恒生指数应用在股票市场上。

对于第二个问题，虽然不同报章杂志都曾先后作出分析和阐述，但始终不及恒生银行自己的解释来得直接和详细。从一份由恒生银行 1970 年 1 月份印发的股票宣传单中，我们看到该银行选择 1964 年 7 月 31 日作为基点的一些端倪。单张上这样写：

> 我们选择一批较为活跃的本港股票，来作计算指数的根据，并以 1964 年 7 月 31 日作为计算第一个指数的日子，这一天的指数是 100。选择这一天的原因是：（一）1964 年的股市交投比以前或以后数年较少急剧起跌。（二）通常较少公司在 7 月份宣布开股或派息，当时的市场心理较为正常。（*Hong Kong Stock Report*, *January* 1970）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

也即是说，该银行选择以 1964 年 7 月 31 日作为基点的原因，并非外界所说的“选择吉日”，而是要尽量减低市场过激波动对指数的冲击和影响。

至于为什么是 33 只成分股(原初为 30 只)而非更少或更多的问题，反而纯粹是银行主观的决定，而这个决定又和很多人在选择个人密码(或幸运号码)时喜欢采用出生日期的原理如出一辙。由于该银行的“出生日期”是 1933 年 3 月 3 日，他们便以 33 双股票作成分股了。对于恒生银行创立指数的理念、选择 33 只股份作成分股的原因以及将指数应用于股票市场的问题，身为倡导人之一的利国伟作了以下综合的解释：

> 33 种的计算方法，是有我们主观的选择。究其原因是因为恒生银行是在 1933 年 3 月 3 日开业的，我们便采用 33 种(股票)来计算，成分包括金融股、地产股、公用股，并用不同的比率作准则……这个指数早在 1964 年已推出了……到 1969 年 11 月左右，我们发觉我们的指数很有参考价值，便与当时唯一的交易所“香港会”商讨，并达成这个特别安排——即是将恒生指数应用在股票市场上。(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)

以下让我们从 1973 年恒生指数成分股的组合上，看看股票市场与香港商业环境间的关系。如果从资本额上看，33 双成分股大约已占了市场资本额(market capitalization)的七成，因此，恒生指数的变动，往往可以反映香港商业环境的转变。如果从行业的分布上看，香港龙头行业如地产、金融、工业、航运和公用能源等，都已包括在内，因此，各大行业的起落兴替，也能从中得窥一鳞半爪。若从资本背景上看，英资仍占了绝大部分(25 家)，而犹太(2 家)及华资(6 家)则只占少数，显示英国商人仍把持着香港的经济命脉(表 12.1)。

时至今日，恒生指数已变成一个家喻户晓的名词。与美国、英国及日本等国的金融指数相比，恒生指数的起步虽然较晚，但其发展的步伐却异常迅速，并成功地置身于世界四大金融指数之列，这相信是恒生银行那些编制指数的先驱们所意想不到的事情了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 12.1 1973 年恒生指数成分股资料摘要

企业名称	发行股本(万元)	主要业务	主要资本	主要负责人
太古实业(A)	3 000	汽水、制糖	英资	J. H. Bremridge
中华电力	42 000	电力	犹太	L. Kadoorie
均益仓	2 000	货仓	英资	N. V. A. Croucher
城市酒店	3 000	酒店饭馆	英资	H. Keswick
亚洲航业	29 000	航运	华资	包玉刚
金门建筑	8 000	建筑	英资	F. J. Knightly
港机工程	14 000	飞机工程	英资	H. J. C. Browne
恒生银行	12 000	银行	华资	何善衡
海港企业	11 000	酒店娱乐	英资	D. K. Newbigging
黄埔船坞	4 000	货仓、地产	英资	J. D. Clague
香港电灯	45 000	电力	英资	G. M. B. Salmon
中华煤气	32 000	煤气	英资	利铭泽
置地公司	236 000	地产	英资	H. Keswick
九龙仓	69 000	货仓码头	英资	D. K. Newbigging
香港信托(A)	11 000	信托、投资	英资	J. L. Marden
汇丰银行	56 000	银行	英资	G. M. Sayer
香港大酒店	13 000	酒店旅游	犹太	H. Kadoorie
香港电话	31 000	电话通讯	英资	利铭泽
香港电车	11 000	公共运输	英资	D. K. Newbigging
油麻地小轮	6 000	公共运输	华资	刘镇国
和记企业	17 000	综合企业	英资	D. Clague
怡和公司	37 000	综合企业	英资	H. Keswick
怡和证券	38 000	证券投资	英资	H. Keswick
九龙汽车	8 000	公共运输	华资	周锡年
连卡佛(A)	5 000	百货零售	英资	J. L. Marden

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续 表）

企业名称	发行股本(万元)	主要业务	主要资本	主要负责人
新世界发展	50 000	地 产	华 资	何善衡
联邦(A)	11 000	地 产	英 资	J. L. Marden
太古船坞(A)	424 000	船 坞	英 资	H. J. C. Browne
联纺	14 000	纺 织	英 资	H. Keswick
屈臣氏	11 000	百货零售	英 资	D. Clague
会德丰(A)	18 000	航运、地产	英 资	J. L. Marden
会德丰船务(A)	5 000	航 运	英 资	J. L. Marden
南联实业	5 000	纺 织	华 资	安子介

资料来源：《1973 年香港股票投资手册》，1973

垄断圈子与反垄断圈子的竞夺

从“远东会”打破“香港会”垄断局面，使我们想到垄断圈子与反垄断圈子的理论问题。首先，我们或者会问何谓“圈子”？所谓“圈子”或“社会圈子”，是社会学大师韦伯(M. Weber)在 19 世纪初提出的一种普遍存在的社会行为。韦伯认为任何组织或团体，尝试以语言、种族、祖籍、宗教、血统，甚至专业文凭和资格等，作为基本条件，组成社会圈子，在社会或经济活动中造成垄断，排斥他者，独霸利益。这种垄断的行为主要是针对竞争对手而来，“非吾族类”者，往往被拒诸门外，不得其门而入(Weber, 1947)。

社会学家柏坚(F. Parkin)进一步阐释这个概念，并指出这种“社会圈子”，可分为两大类：一类是“排拒式”(exclusion)圈子，另一类则是“掠夺式”(usurpation)圈子(Parkin，1979)。所谓“排拒式”圈子，是指某一族群为了维持自己的优越地位或利益，根据某些独特条件，组成特定的团体，对那些不属于该团体的成员，设立各种关卡或限制，以保持自身利益。早期美国的工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

会，便明文规定，只有白人才能加入，黑人则因种族和肤色问题而不被接纳，无法得到工会保护。

在香港，早期的上流社会便成立了各种小圈子如香港俱乐部和香港赛马会等，这些各种各样会所，便是统治者以相同的条件——例如种族、语言与肤色（欧籍白人）作主导，将被统治的华人摒诸门外，无法取得会籍，这些组织，便是“排拒式”圈子的最佳说明。至于“掠夺式”圈子，则是指那些被拒门外的团体或族群，自行组成联盟，与既得利益者进行抗争，挑战“排拒式”圈子，争取机会、分享利益。

另一社会学者梅非（R. Murphy）则从另一角度分析“排拒式”圈子和“掠夺式”圈子的问题。梅氏认为，柏坚所说的两种圈子，其实是二为一体、繁衍共生的。按梅氏的解释，那些受排斥者，很多时会走在一起，形成一股反抗力量，而这股反抗力量组成的组织，则可称之为“掠夺式”圈子。换言之，“掠夺式”的圈子，只是“排拒式”圈子的衍生物或孖生子，是一种“反圈子”（anti-social closure）的社会行为。有圈子便会有反圈子，两者二为一体，一阴一阳，共生共存（Murphy，1990）。

在香港股票市场的历史中，我们可以清楚地看到香港证券交易所的产生以至日后的转变，均有鲜明的“排拒式”圈子色彩。简单地说，19 世纪 90 年代，欧资巨商为了维护本身的利益，便以资本、肤色、国籍和语言为界限，成立“唯我独尊”的交易所，排拒那些“非我族类”的经纪。虽然后来有其他经纪不满其所为另立“掠夺式”圈子与之抗衡，但因实力强弱高低相差太远而最终难逃被吞并和吸纳的厄运。

20 世纪 50 年代至 60 年代末，香港证券交易所一会独大，再一次垄断了香港的股票市场，排拒性质更为明显。但是，随着香港经济和社会的不断发展和转变，既得利益者和遭受排拒者便产生矛盾，并引发了一连串的冲突和竞争。以下且让我们从“远东会”、“金银会”和“九龙会”等筹组的过程中，谈论垄断圈子与反垄断圈子之间在明在暗的竞夺和角力。

当李福兆在 1969 年 10 月底向外公布，筹备中的远东交易所将会在 12 月初开业时，社会上众说纷纭，当中又以香港证券交易所经纪们的看法较为负面，争论也最为激烈，他们口径一致地认为香港实在没有必要另立新交易所，并声言要求政府立法，制止其他人效法。这种充满“敌意”的言行，既反

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

映了既得利益者急欲排斥他人的傲慢态度，也暗示他们内心存在着的某种忧虑。

后来，当他们明白"反对无效"时，又想出各种手段，希望以抵制的方法，削弱新交易所的生存空间。举例说，"香港会"除了拒绝与新会（交易所）来往外，又不容许自己的会员持有新会所的会籍，若发现哪些交易曾在新会买卖，更会拒绝接受；至于那些在新会上市的企业，就更加不能在"香港会"内"挂牌"（上市）。《星岛日报》这样描述：

> 香港证券交易所一向不赞成远东交易所的成立，但目前已成事实，而且"远东会"的交易额也相当可观，似乎不承认已不成了，但却采用了"无声抗议"，即在"远东会"上市的新股票，香港证券交易所一律不予买卖。（《星岛日报》，1970 年 3 月 31 日）

至于前"香港会"理事的朱颂田，更这样说："各交易所对会员（经纪）都有一定限制，其中之一是限定如果有会员到别的交易所开业，便会遭到停牌及开除会籍的惩罚"（*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997）。正因为各交易所之间的鸿沟颇大、成见不少，很多人只好把其他交易所的牌照转给妻子、兄弟、拍档或职员，以免招致不必要的麻烦（参阅本章第二节）。

事实上，在谈到早期"香港会"打压其他新兴交易所的情况时，前"香港会"理事的朱颂田便有感而发地说：

> 当时"香港会"规定，一旦发现股票"转手纸"（买卖证明）打了"远东会"的印章，即表示该股份曾在"远东会"买卖，"香港会"的会员便不准接受。后来有其他交易所成立，"香港会"亦"照办煮碗"（按其办法），检定股票上买卖的印章，一发现有其他交易所的盖印（印章），便不准收取。这种规定，原是"香港会"自恃旧客多，认为即使有新交易所成立，只要他们不与之交流，新交易所也难成气候，最后必然会自动结业。（*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

至于前联合交易所行政总裁袁天凡，则更为深刻地点出了事情的来龙去脉以及个中的矛盾所在。他说：

> 1960年代末，有一些华资人士冒起。当他们的生意略有成就时，便发觉很难把自己的公司在“香港会”上市。因为那时的“香港会”运作颇为封闭，故这群华资企业家便开始组成自己的交易所……当时，香港经济较蓬勃，本地企业家都需要资金运用，当他们不能进入“香港会”时，便构思成立另一家新交易所，这便是“远东会”的由来……起初，“香港会”对“远东会”和“金银会”等，都采取杯葛的态度，认为他们是“二等公民”，在这些交易所上市的公司，质素也较差，而有影响力的银行亦不会借钱助他们上市，或者认为具规模的公司只会在“香港会”上市，故它的地位高人一等。在这个过程中，李福兆和胡汉辉等的确发挥了很大的作用，他们为了生存便积极引进新产品(即新上市公司)，当时上市的公司如长江集团等，其规模若与怡和相较，显然是属于小规模公司。(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)

虽然“香港会”在“远东会”、“金银会”和“九龙会”等交易所创立初期，与之划清界限，并在不同层面设下关卡，希望以“围堵”的方法抑压这些新兴交易所的发展。但是，这些方法明显并不奏效，而该会“故步自封、孤芳自赏”的围堵举动，反而使自己陷于孤立无援的困境。所谓“水能载舟、亦能覆舟”，高高的围墙虽然可以防止外人进入，但同时也变成了窒碍自己发展的樊篱。

企业家精神与经济发展关系的思索

从上文“远东会”另起炉灶，并打破“香港会”垄断股票市场的例子中，我们又想到熊彼得(J. A. Schumpeter)有关企业家精神的学说。熊氏认为企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

业家是经济或企业发展的火车头，没有企业家，经济或企业便会停滞不前。问题是，企业家到底有何本领可以带动企业或经济走上成长的路途呢？熊氏相信与他们不断求变、时刻创新的精神有关。在熊彼得的眼中，真正的企业家，应当具备某些与生俱来的领导和奋斗特征。他这样说：

> 首先，他们应有梦想和创立自己王国的意念……其次，他们也应有一种征服的意念——一种全力打拼、证明自己优于他人或全心争取胜利的冲动……最后，他们会从创造中、完成工作中或发挥个人所长中得到喜乐和满足。（Schumpeter，1934：93－94）

换言之，这个“创立自己王国的梦想”，便是驱策企业家不断求变、时刻创新、发挥自我的动力泉源。然而，这种说法，多少给人不着边际、模糊抽象的感觉。到底怎样才算是创新、求变呢？就此，熊氏具体地提出了五项条件加以说明。这些条件是：

> （一）引入一种消费者仍不熟识的全新货品；
> （二）引入一种具商业效益的全新生产方法；
> （三）开发一个全新的市场；
> （四）夺取一个全新的原材料或半原材料供应地；
> （五）在某个行业成立一个具创造性垄断地位的新组织。（Schumpeter，1934：66）

我们认为，如果在某个行业内成立一个具创造性垄断地位的新组织，可看成是一种创新举动的话，那么成立另一组织与之对抗，并打破其垄断地位，进而主导市场的举动，同样具备了创新求变、争夺利益的特质。对于这种凭个人创造意念而打开新局面的企业家，学术界称之为“创造性企业家”或“熊彼得式企业家”（Schumpeterian entrepreneur），李福兆明显便属这类企业家。

与创造性企业家相若的，乃“套戥式企业家”或“却士拿式企业家”（Kirznerian entrepreneur），这种企业家的最大特征是善于模仿创造性企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

家的手法,再运用本身的人际网络、市场优势及资讯掌握,左买右卖而谋取差价(Kirzner, 1973)。胡汉辉、陈普芬等便是套戥企业家的代表者,他们继远东交易所后分别成立金银交易所和九龙交易所,并多次仿效李福兆吸纳新会员和推动新企业上市的营运手法,便清楚地显示出他们套戥和仿效的本领。

可以这样说,虽然大家采用的方法略有差别,但其推动香港股票市场发展的贡献,则大体上是一致的。举例说,在四会并立的时期,各交易所为了自己的生存,一方面是各出奇谋地争取有潜质、有实力的企业在自己的交易所内"挂牌",另一方面则向公众投资者推广本身的商品(股份),并加强投资资讯的传播。这样,资金的供应和资金的需求之间,便能找到一个奇妙的交接点,并让彼此各取所需,也各展所长,至于香港的资本市场,也是在这样"百家争鸣"的竞争过程和环境中迅速地发展起来的。

李福兆与香港股票市场的关系

在谈到60年代末70年代初股票市场由封闭走向开放的问题上,我们必须提及李福兆。但是,要准确、公平、公正地讲述李福兆在股票市场发展上的功过,又实在并不是一件容易的事。可以这样说,无论是从哪个角度上看,我们都会看到两面的意见都有,而且分歧颇大。不过,我们又必须指出,无论同意与否,我们实在不可能抹杀李氏在香港股票市场发展上的角色和地位。为了具体地说明李氏复杂多变的传奇人生,且让我们从他的家世说起。

李福兆出身名门,李氏家族是香港其中一个根深叶茂的世家大族。其祖李石朋乃广东鹤山围屯人,自幼随兄来港继承父亲李家成留下的产业和生意。刚抵港时,由于年纪尚轻,李石朋乃被安排到港岛圣约瑟小学念书。升上初中不久,李石朋弃学从商,跟随兄长经营米业生意,其后自立门户,创立和发成及元成行,为家族企业打下重要基础。李石朋育有5子1女,长子冠春继承衣钵,主要打理和发成及元成行的生意。其后,冠春和胞弟子芳、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

兰生三人再伴同简东浦、简英浦兄弟、殷商冯平山和立法局议员周寿臣等人创立东亚银行，使李氏家族声名鹊起(《资本杂志》，1988；Ching，1998)。

李氏第三代子孙更是长袖善舞、官商皆通。举例说，李福树和李福和均曾任东亚银行主席和立法局议员，李福逑曾出任金融司，李福善为高等法院法官等，至于其他"福"字辈的成员如福泰、福象、福权等，也在商界举足轻重。毫无疑问，这样的家族背景为李福兆的崛起，创造了极为有利的条件。

李福兆乃李冠春幼子，自少深得父亲宠爱，对股票买卖更是兴趣浓厚。据说李福兆青年时期已接触股票，并在买卖中大获其利。在港完成中学教育后，李福兆负笈美国，并在宾夕法尼亚大学的沃顿商学院(Wharton School of Business)取得会计学士学位，回港后开设投资公司，之后又考获英国认许的特许会计师资格，自行开立会计师事务所(《资本杂志》，1988；Ching，1998)。1969 年之前，李福兆曾计划向香港证券交易所"买牌"，准备投身证券业务，但他的申请却遭到"香港会"的否决。前"香港会"理事的朱颂田便这样说：

> 1967 年暴动后，股市交投转趋活跃，成交量每创新高。李福兆原初要求加入"香港会"，但遭拒绝，因而决定自立门户……不久，金银业贸易场的主席胡汉辉又与"香港会"商讨，因其会员也有意与"香港会"买卖，但港会又是执意不肯，故胡氏也只好另立"金银会"了。(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*，1997)

后来，李福兆发现香港法例对证券交易所数目并无限制，因此与多位财经界人士一起创办远东交易所。事实上，如果我们从 1925 年施勋的股票市场调查报告及 1947 年两个交易所合并的事件上看，我们不难清楚地看到港英政府一直没有限定股票交易所的数目。李氏家族与香港共同成长，我们绝对有理由相信李福兆应该清楚了解香港商业及政治发展的来龙去脉。也即是说，李福兆创立远东交易所的举动，不一定是因为他看到法律上的破绽。相反，李氏早年曾留学美国，知道美国也不只一个交易所，加上他对香港股票市场的历史有透彻认识，知道成立新交易所"有例可循"，而家族成员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在政商界的强大人脉网络，更是远东交易所能够突破重重障碍、撕破“香港会”垄断缺口的关键所在。

虽然李氏家族显赫，而李福兆又精明干练，“远东会”的创办和成功突围，仍不是想像般容易。在1982年的某次接受记者访问中，李福兆便谈到他创办“远东会”的最初意念和突围经过。他说：

> 1967年暴动事件后，“香港会”曾经有过三个星期停市。当时我觉得有点心寒，因为“香港会”一停市，手头持有的股票便等于“公仔纸”(废张)。因此跟几个友好谈起，究竟交易所是不是有专利的？由此触发我组织“远东会”的意念。筹备“远东会”初期，还有一段小插曲，为了保密，连申请100多具电话都不敢用交易所的名义，因此我个人垫支了10多万元来装电话线。交易所成立后，公众反应良好，总算是将一种投资方式带给了公众。(《每周经济评论》,1982：17)

对于李福兆开放投资空间、吸纳女性经纪、普及投资门径并提升中文作为交易语言的做法，行内行外的嘉许颇多，争论较少。但是，对于李氏降低外资经纪进入香港股票市场门槛而损害本地经纪利益的做法，本地股票经纪的批评则极为强烈，值得我们在此谈谈。

正如上文所谈，“香港会”垄断时期已接纳外资经纪作为附属会员，但其地位与本地会员有别，这种主次有别的措施明显是为了保护本地经纪的利益。可是，“远东会”率先放宽外资经纪的资格，让他们与本地经纪享有平起平坐的做法，却使外资反客为主，控制了香港的金融市场。由是之故，当谈到李福兆放下保护屏障，让外资经纪与本地经纪平起平坐的问题时，前香港证券经纪业协会主席的张天生便颇为不满地说：

> “校长”(李福兆的称号)对股票市场的贡献很大，但令今天香港的本地经纪苦不堪言。1976年，他接受了外资经纪成为本地(正式)会员，这是最错的。当时我对冯景禧说：“校长做了香港的吴三桂”。这是事实，外资都是财雄势大的，引进外资经纪来港买牌，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

们一两间基金会便可霸占了整个香港市场……那李福兆又为何要引进外资来港？这则要说回历史，在1970年成交额最大的是新鸿基证券，每月都占了两成半的成交量。李福兆常与我们倾谈，他称他成立远东交易所，获益的不是他们，而是新鸿基，因为新鸿基有极大的成交额。他也曾说："这个市场没有养活我们，只是养活了一条淡水大鳄(新鸿基)。"所以心中不快，故设法令新鸿基证券的成交额降低，办法是引进外资来港，因为他们财力充足。当年(1976年)很多人反对外资来港买牌，成为正式会员，包括"香港会"的施玉莹、吕桂疏先生，"金银会"的胡汉辉及其委员会，"九龙会"的陈普芬及所有老一辈人士，大家都不喜欢外资的，因为外资一来，本地经纪的利益，便会受到威胁，引进外资来买牌的做法，是错误的。(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)

我们明白新措施对本地经纪的打击，也了解李福兆当初放宽外资经纪资格的原因颇为复杂，但是，如果香港经纪一直自树围障，不敢与外资正面竞争，或者不愿吸纳外资作为香港金融市场的力量，那么其结局只会像"香港会"初期故步自封地拒绝与新交易所合作和竞争的结果一样，既伤害了自身的发展，也无助香港发展成国际性金融中心。对于这个问题，资深股票评论家兼《信报财经新闻》创办人之一的曹志明，便有以下颇为中肯的阐述，他说：

若香港过分依赖本地经纪，市场的发展速度肯定裹足不前。中国人的劣根性是"宁为鸡口，莫为牛后"，结果始终维持小规模的经营方式。故此，本港市场若不引入银行和海外经纪的参与，哪能有今日国际金融中心的地位？不过，社会对小经纪应持同情的态度，他们事实上是本港金融业的拓荒者。可以这样说，六七十年代如果没有他们的艰苦努力，香港的金融中心实在难以建立。不过踏入80年代，他们已赶不上发展趋势了。故此，问题的核心在于我们如何选择：如果香港希望成为一个地区的金融中心，我们可以立

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

例保障本地的经纪。不过，如果这样做，我们的市场或许会较泰国、印尼和马来西亚等地好一点，但肯定不会成为五大金融中心之一。如果要成为一个世界金融中心，容许外资入市及让银行持牌这两个决定，是起着重大作用的……由于开放市场，不少大企业才能在本港上市，故可谓开拓了企业集资的渠道。且举一例，中国电讯上市肯定不会透过华资。理由很简单，他们的规模不足以吸纳大企业的股份。况且，外资经纪不少已有百多年历史，经验十分丰富。其次，外资经纪行员工的学历，一般较本地经纪行的员工高。从这两方面看，本地经纪仍很难赶得上外资经纪。(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)

无可否认，李福兆是一个十分具争议性的人物，由于我们可以掌握的资料颇为有限，要中肯、准确地给他一个评价，着实并不容易。虽则如此，我们始终相信过分的褒扬或过火的批评都有欠公允，看来也与事实不符。在事情的来龙去脉还没弄清楚之前，我们在此暂时不作太多评论了。

结　　语

60 年代末、70 年代初是香港股票市场发展极为迅速的时期，不但只股市热火朝天，经济及社会的发展，同样极为急速。对于绝大部分投资者而言，股市的上上落落已吸引了他们全部的注意力，至于那些制度上的创新和变革，则因与股价变动没有直接关系而被忽略。事实上，股价的反反复复只属短期炒作现象，对股票市场的发展未必有太大影响，但制度的创新、调适和变革，却深深地左右着市场未来的方向。可以这样说，如果没有制度的变革和创新，香港实在没可能发展成国际金融中心的地位。

站在今天的位置上看，股市开放初期虽然曾经出现很多问题，而大小企业"一拥而上"，以及一些别有用心人士在市场兴风作浪并影响香港金融市场的国际形象和投资信心等，均曾使市场一度脱离常轨。但是，大多投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

或者都会同意，这种开放初期的“混乱失序”，似乎是市场发展必须经历的其中一个阶段，只要政府、交易所主持人、工商界领袖及公众投资者坚持开放、公平及公正的原则，并以正面的态度去克服问题，香港的股票市场才能健康地成长起来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十三章

七三股灾与经济滑落

自1968年股市扭转过往的弱势并持续攀升至1973年初的接近5个年头里，香港经历了一个漫长的“牛市”，政府以及少部分先知先觉的市场人士不断高呼要提防股市泡沫或过度炒卖，希望股民冷静，但却给人“杞人忧天”或“阻人发财”的感觉。到1973年3月中，当这只传闻已久的“狼”终于到来时，一众小股民才如梦初醒、慌忙走避。可惜，为时已晚，他们因此而蒙受巨大损失。

与过往的股灾不同，自1969年底股票市场开放后，很多原初对股票投资没有多大经验及认识的市民，也因股市愈烧愈旺、愈升愈有而忘我地加入了“淘金”行列，并一厢情愿地相信只要每日到“金鱼缸”走一走，便能“日赚万金、一朝发达”。某些天真的投资者甚至不顾后果地辞去原本的工作，做全职“炒股人”(股票投机者)。对于这些投资“新秀”(新手)而言，1973年的股灾无疑是对他们的一记迎头痛击，血流如注不在话下，更为惨痛的是弄致倾家荡产、债务缠身。本章首先会谈谈股市由盛转衰的过程，之后再深入一点分析石油危机对香港金融和经济的冲击，至于风暴后的调整和对策也将是本章其中一个讨论的重点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

炒卖势盛与股市疯癫

承接1972年第4季的气势，1973年年初的股市，仍然热火熊熊。举例说，踏入1973年的首个交易日，便开出了"红盘"(升市)，使买卖气氛十分炽烈。《星岛日报》更以"1973年美好开端"为文，指股市"交投极为旺盛……呈现一片秀色"(《星岛日报》，1973年1月3日)。之后，因先后传出若干有利股市发展的消息，举例如越南宣布停止战火、港府宣布兴建地下铁路以及各大公司相继宣布大派股息及红股等等，使一众股民更加"热血沸腾"。

对于股市一踏入1973年便迅速飙升的情况，当时的《股市经济周报》便以"达官贵人贩夫走卒俱缸客、炒股蔚然成风"为题，讲述股民漠视股市陷阱疯狂炒作的情形。该报这样说：

> 大市向好，就算垃圾股都会起(升)，咸鱼亦会"翻生"(重生)，随便买一只股票，都有钱"揾"(赚)，而且是"免浆熨"式(很容易)的"朝种树、晚剽板"(早上买入、下午卖出)……故近来读者已不再问及公司的发展情况，更不理会是否有派息或送红股。总之，已不再关心个别股票的表现问题了。大有只想到大市畅好，便"成个身瞓落去都唔怕"(什么都不怕地全情炒作)的情况。(《股市经济周报》，1973年1月7日)

看到市场只升不跌，甚至有股民过分沉迷的情况，政府官员及工商界领袖颇为担忧，并多番提出警告，叮嘱投资者要小心股市泡沫(《星岛日报》，1972年11月13日、1973年1月12日及2月10日)。可惜，金钱的强大吸引力使很多投资者忘记了股票市场的陷阱，并过分乐观地相信"前景一片大好、股市长升长有"，因而将"股市可升也可跌"的忠告抛诸脑后。

为了冷却炒风，港府一方面在1973年1月6日宣布成立"证券咨询委员会"(Securities Advisory Council)，并以简悦庆为主席，其次又委任施伟贤

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

(J. B. Selwyn)为证券监理专员(Commissioner for Securities),希望加强对股票市场的监察。另一方面则多次忠告投资者提防股市逆转,并尝试以行政手段干预股市。举例说,在该年的1月11日,港督麦理浩便公开呼吁投资者不要过分投机,甚至直截了当地指出政府正考虑干预股市,抑制过激的炒卖活动(《星岛日报》,1973年1月12日)。

事实上,麦理浩的话音刚落,银监处(Banking Commission)便发出通告,要求银行对股票贷款设立限额,抑制过度膨胀的投资。其次,政府又出动消防处处长,并以"防止火警"为由勒令交易所"疏散人群,以免堵塞走火通道"。

> 消防事务处长胡达昨日对九龙证券交易所及远东证券交易所发出火警危险警告通知书。命令这两家证券交易所减少楼宇内的人数,以便紧急事件发生时容易逃生……消防事务处高级官员今日将续往视察香港证券交易所及金银证券交易所。(《星岛日报》,1973年1月12日)

对于政府以不同借口干预市场运作的行径,身为"远东会"主席的李福兆,则颇为不满,甚至十分气愤地说:

> 如果港督麦理浩爵士喜欢的话,就让他来经营远东证券交易所好了……如果交易所有火警危险,为什么早不来、迟不来,偏偏在这时候采取行动?(《星岛日报》,1973年1月13日)

在谈到当年港府千方百计抑压股市,甚至要劳师动众地出动消防处并勒令交易所"疏散人潮"的滑稽举动时,资深股市评论员曹志明回忆时说:

> 1972年及1973年股市疯狂的情况,促使政府成立证监处,开始监督证券市场的发展。一件有趣的事件是,香港政府为冷却股市,更以《消防条例》为名,派员把守远东交易所的大门。当时远东位于华人行,该行属旧式楼宇,消防设备并不符合规格。可见当时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

政府虽已察觉股市的疯狂程度,但苦无法例赋予权力进行干预。当时政府只能不断卖广告,呼吁投资者买股票"可升可跌",投资时必须小心谨慎,但股民只闻股票"可升",对"可跌"哪会听入耳了。(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)

虽然业界对政府的干预颇感不快,但消防事务处仍按惯例通知4家交易所,要求他们严格遵守相关规定,限制参观人数,以符合建筑物逃生通路规定(《星岛日报》,1973年1月13日)。在政府部门三令五申的打击下,股市终于在1月12日显著回落,单日下降了68.3点,但这个结果却招来投资者的诸多批评,认为政府落药过重、推行过急,窒碍了市场的自我调节(《星岛日报》,1973年1月13日及14日)。

对于部分投资者的不快和投诉,政府解释有关措施只为防止投机活动,一些正常的买卖应该不会受到影响。1月14日,政府发出内部通告,禁止公务员在办公时间内私下炒卖股票。

正当港府采取行动缓和本港股票市况之际,辅政司(Chief Secretary)昨日同时对政府官员实施禁令,禁止彼等在办公时间炒卖股票。该禁令通告昨日分派各政府部门之首长,内容为:(一)禁止使用政府办公室内之电话买卖股票;(二)禁止官员于办公时间内擅自到股票市场与经纪行交易股票。(《星岛日报》,1973年1月14日)

另一方面,在证监会的游说和催促下,4家交易所最终同意从1月22日起,逢星期一、三、五下午停止股市交易(《星岛日报》,1973年1月15日)。表面看来,新措施是为了让经纪可以有足够时间处理累积交易,但实际则是借缩短交易时段抑制过热的市场气氛。虽然政府尝试从不同层面冷却股市,但成效似乎并不显著。1973年1月19日的《星岛日报》便这样说:

尽管港府千方百计地使用压力意图"冷却股市",但市民对香

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

港的前景满怀信心，看好股市，与此同时，海外大量资金又因寻求出路而涌入香港，使刚跌不久的股市迅即反弹。(《星岛日报》，1973年1月19日)

由于市场气氛炽烈，而很多正规经纪行又挤得水泄不通，九龙旺角一带更加出现一些专卖“碎股”(零散股票)的“违规”经纪铺(即并非4家交易所挂牌的经纪)，使原已被过度炒作的股市变得更为复杂。对于这些新冒起的“违规”经纪铺，报纸这样形容：“(这些店铺)有如雨后春笋般五步一楼，(情况)像买字花”(《星岛日报》，1973年1月31日)。事实上，不论从哪个角度上看，当时部分市民买卖股票的行为，已像赌博那样了，基本上已偏离了股票市场正规运作的轨迹，并极有可能影响社会的稳定和金融的秩序。

1973年2月3日，即农历新年年初一，该年刚巧是中国历法中的“癸丑牛年”。因“牛年”与股票市场述语中的“牛市”(大升市)相吻合，部分投资者甚至一厢情愿地认为是一个“好兆头”，使炒风更为旺盛。一则来自《星岛日报》的报道，则更加透彻地指出社会已陷入“全民皆股”的局面。不论是家庭主妇、工人阶级、白领阶级或是商人阶级，皆“谈股色喜”、“热衷炒股”。该报这样说：

股票的买卖已经深入家庭主妇和社会各阶层，市民见面谈上几句就离不开“股经”(股票话题)，而市民到处打听股市消息的狂热，更有甚于以前粤省(广东省)开赌时无知妇孺争相打听字花师爷出“口电”(口头信息)的情况。由此反映出来的社会变化，是很多(股票)零售商把商业道德置诸脑后，只以追求暴利为计(原则)。许多家庭主妇和女佣等辈，也纷纷舍储蓄而买股票，因为储蓄利息菲薄，远不如股票获利优厚。还有那些“白领”阶级之流，在办公室时间而分心旁骛，一听到有什么消息就利用电话“入货、出货”。在中区的“写字楼”(办公室)中，业(现)已司空见惯。更有官津(政府津贴)学校的教师，在上课间也念念不忘股票起落，无心教书，现已引起许多学生家长的不满。(《星岛日报》，1973年2月9日)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

至于另一张专门报道股市信息的报纸——《股市新闻报》——则这样说：

> 去周“牛年”启市，即开了个满堂红，进展之速、市势之盛，令人咋舌。指数、股价纷在大幅上升中迭创高峰。尤以周五半日交易，恒生指数涨升达 180 多点，诚本港股市的空前纪录。处身此炽烈形势中，殊足令人兴奋。(《股市新闻报》，1973 年 2 月 12 日)

不论报纸的报道手法差别如何，股市炽热、股民疯狂的事实已不容争辩。正当股市狂热挥之不去之时，市场又传出两项重大利好消息，使原已“庆焓焓”(热烘烘)的股市火上加油。其一是实力股汇丰银行宣布“大股拆细股”，其二是港府透露计划兴建地下铁路。

乘着股市炽热的气氛，汇丰银行终于在“牛年”开市首周(2 月 9 日)宣布每股派发末期息 3.75 元及 5 股送 1 红股。其次，该银行又议决“大股拆细股”——即将每 1 大股拆成 10 股细股，提高股票的流通性。这样一来，不但只那些持有汇丰银行股票的人大获其利，买卖汇丰股票的成本(门槛)，也大大地降低了。受到这项消息的刺激，翌日(2 月 10 日)股市的炒风明显更为旺盛，恒生指数更由 1 267.26 点上升至 1 449.91 点，单日暴升 182.65 点，升幅达 14.41%。

两日(2 月 12 日)后，恒生指数突破 1 500 点心理关口，报收 1 503.14 点，使一众股民更加喜上眉梢、雀跃非常(《股市新闻报》在 1973 年 2 月 13 日)，难怪当时的证券监理专员施伟贤会颇为不屑地说：“只要把一只狗上市，(其股票)也会有很多人购买”(《星岛日报》，1973 年 2 月 12 日)。再过两天(2 月 14 日)，美国宣布将美元贬值一成，港府虽然表示维持港元汇率不变，但股市只略为回落。之后，由于港府宣布计划兴建地下铁路，借以改善不胜负荷的运输系统，股民的情绪再次被推上高点。

又再过两天(2 月 16 日)，港府公布由 3 月 1 日起，所有申请上市的公司，招股章程必须向公司注册处注册，而招股章程须列明一切必要的资料，包括公司历史、管理人员、过往业绩、财政状况等(《星岛日报》，1973 年 2 月 17 日)。到了 2 月 26 日，外汇银行公会更宣布由 3 月 1 日起提高存款(及最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

优惠贷款)利率。可惜,各项冷却措施只收一时作用,在狂热投机气氛之下,恒生指数仍节节攀升。举例说,在2月26日时,恒生指数为1 509.67点,2月28日已上升至1 625.63点,到了3月2日,更上升至1 744.39点。也即是说,在短短的一星期内,指数上升了15.6%(Far East Exchange Limited, 1973)。

概括而言,1973年1至3月的成交量分别为94.49亿元、95.43亿元及94.93亿元,全季成交量(284.85亿元)已比1971年全年成交量(147.93亿元)高出1倍,也占了1972年全年成交量(437.58亿元)的七成,至于在这个季度新上市的企业,则多达85家,吸纳资金达8.1亿元,以数量计,也较过往任何一个季度高。在"只要股票,不要钞票"观念的影响下,不少市民一窝蜂地抢购股票,使股价的升幅远远脱离了公司的实际盈利水平。回头看,这时期盲目而不理性的投机活动,正是3月中期以后股市崩裂的重大原因所在。

股市崩裂与人心慌乱

进入3月份,香港的股票市场已因过度炒作而危机四伏。部分获利丰厚的股坛老手见势头不对早已急流勇退,只有那些不知天高地厚的股海"新丁"(新手)仍兴高采烈地在追波逐浪。1973年3月9日(星期五),一个平平凡凡、简简单单的日子,既没有特别轰动的利好消息,也没有什么显著的资金涌入,恒生指数却因市场过度炒作而飙升至1 774.96点的历史高位,单日成交量达6.19亿元,使很多股民极为雀跃(《星岛日报》,1973年3月10日)。

可惜,到了下一个交易日(3月12日,星期一),股市便因发现3张合和实业有限公司的假股票而逐步滑落,并触动了一浪接一浪的抛售潮。以下让我们引述《星岛日报》在1973年3月13日及3月15日两则分析股市形势的报道,看看股市由强转弱的过程。

承接上周五的气势,晨间(上午)开盘,各股份造价仍甚壮观。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但此股劲力只属昙花一现,未几即遭受庞大回吞压力袭击,使到各股份作价纷纷回落。据股市中人透露,形成昨日跌市之主因,是银行收紧经纪的借贷。与此同时,“淡友”亦乘机作祟,使昨日的股市走势软弱……总成交量下降至 4.97 亿元,恒生指数则报 1 734.90 点。(《星岛日报》,1973 年 3 月 13 日)

昨日股市交投不止大减,市势亦甚低残……令股市出现如此气氛,一方面是银根收紧,其次是发现 3 张合和公司假股票问题,引致一些“揸家”(持货者)诚惶诚恐,未知自己所持之股票是否伪造。有此心理作祟,遂将本人所持之货快速放出。(消息)一经传扬开去,盲目跟风者多,而“淡友”亦乘机“吓市”(恐吓),遂造成股市颓势……(昨日)总成交达 4.03 亿元,恒生指数报收 1 604.25 点。(《星岛日报》,1973 年 3 月 15 日)

事实上,对于市场因发现假股票而诱发更大规模“散货套现”问题,3 月 15 日《星岛日报》发表的一篇评论,颇值得我们注意。该评论这样写:

因(发现)几张假股票,即引起股价连续下跌,可见本港股市本质脆弱,禁(受)不起一点风吹动……近来股市狂热,几乎无人不在悉索敝赋,从事股票的申请(认购)和买卖,其动机多非投资保值,而是投机,以求暴利……对于这种情势,头脑清醒的人,都会感到其间孕育着很大的危险性。(《星岛日报》,1973 年 3 月 15 日)

之后,股市仍无法摆脱弱势,并且愈跌愈急。由于气氛逆转,部分投资者便因“走避不及”而蒙受巨大损失。对于这种情况,报纸的报道是:“连日股市急跌……许多股票持有者对着这个凄惨的跌风,无不焦头烂额、胆战心惊,大有谈虎色变之势”(《星岛日报》,1973 年 3 月 23 日)。不过,我们可以这样说,3 月上旬的“大跌市”,只是这场巨大灾难的序幕,真正的“焦头烂额、胆战心惊”还在后头。那些不肯在此时“止蚀离场”,甚至抱着“趁跌市拾平货”的投机者,因此而蒙受了巨大的损失。

3 月 26 日,另一场股市大泻又悄悄莅临。该日,恒生指数由 1 417.98 点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

下跌至1 229.28点，单日下降了188.70点，跌幅超过一成，使市场大为震动。不知是否别有用心的人在推波助澜，还是真的有“大好友”相信“跌市”只属技术调整，当时还有少部分市场中人指“股市很快便可止跌回升”，因而建议“趁低吸纳”(《星岛日报》，1973年3月26日)。可惜，这个过度乐观的预测，两年内也无法兑现，而股市的跌浪也在“庄家大户”不断抛售的压力下愈跌愈急，也愈跌愈深。

事实上，股市从高位回落初期，不但部分市场中人确信只属技术调整，港府也认为是短期现象。由是之故，税务局还在4月4日发表“买卖股票之盈利须纳税”的广告，计划向股票投资者征税，消息使一众股民更为惶恐，加剧了市场的抛售潮。到了4月9日，恒生指数终于跌穿1 000点的心理关口，报收934.50点，使气氛由悲观转为惶恐。事实上，在短短的30日内，恒生指数合共已下跌了800多点，跌幅接近五成。跌势之急、跌幅之大，真是令人“谈股色变”。

由于股市跌势过急，并有迹象会冲击金融系统和影响社会稳定，4间交易所和银行负责人乃约见财政司夏鼎基(P. Haddon-Cave)，商讨“稳定股市”的政策(《星岛日报》，1973年4月10日)。经过数轮会议，政府仍一直坚持“不会干预自由市场运作”，但对银行及交易所推出的一些自发性措施，则表示会给予支持。这些措施如下：(一) 押后新股上市3个月，减少股票供应；(二) 严限经纪24小时内交收，抑压抛空炒作；(三) 部分大型银行同意放宽股票按揭贷款，放松市场银根；(四) 解除外汇管制，挽回市场的投资信心(《星岛日报》，1973年4月11日、12日及13日)。

虽然政府或市场中人不断呼吁投资者“保持冷静、不必惊慌”，甚至说“股市快将回稳”或“香港经济基础稳健、前景看好”等，希望可以挽回投资者的信心，并扭转市场的跌势。但一切努力似乎并不奏效，股市不但没有掉头回升，反而愈跌愈深，使一众股民更加慌乱失措、惶恐不安。

对于这时股市一泻千里、长跌不止的情况，不同人士提出不同看法，《星岛日报》便综合出三大原因，其一是银行“迫仓”(追回贷款)，其二是假股票风波，其三是热钱抽走(《星岛日报》，1973年4月30日)。至于“远东会”的李福兆，则从业内人的角度提出一些补充，他说：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1973年之股市狂热终止于3月中旬，其倾泻之原因，系触发于某大上市公司少量伪造股票之发现，转剧于4月初税务局刊登告白（广告）于报章，敦促惯常投资证券人士填报溢利税。其他打击股市之原因，还包括银根短缩，以及冻结管制楼宇租金，致使那些心存畏缩之投资人士，更为立心不定，且直接影响了上市地产公司的利益。其后又续有数家活跃上市公司发现伪造股票，股市遂一蹶不振。（Far East Exchange Limited，1973：2）

虽然市场对股市急挫的说法莫衷一是，但《星岛日报》提出的另一观点，则颇有启发性，也很值得股民细心玩味。该评论这样写：

关键是本地的投资者，特别是那些盲目跟风而毫无投资知识的小户，对于股市的看法实在太天真了。他们给纸上的财富激起赌博的天性，以为股市是一个永远淘不尽的金矿，而完全不明了包裹在糖衣里面的股市真相……有些新股的招股章程中，可发现一些惊人之笔，例如组成公司日期只在上市之前一两个月，公司资产大部分购自公司董事等等。（《星岛日报》，1973年4月30日）

也即是说，真正导致股市崩溃的，其实不是什么“假股票、迫仓和热钱抽走”，而是投资者不健康的投资行为。举例说，自股市突然开放后，部分股民已视股票市场为金矿，并大举进行炒作，少部分投机者甚至不务正业，整天只懂在“金鱼缸”（交易大堂）内溜达，奢望一朝发达。可以这样说，当股市泡沫急速膨胀、炒味浓烈之时，报章杂志、工商领袖以致政府官员等曾多番呼吁投资者要小心，不要跟风炒卖或误信小道消息，但他们总是“听不入耳”（不肯听从），甚至认为那些告诫只会阻碍他们“发达”。

在股票价位越升越高之际，各行各业或各个阶层的投资者，对任何苦口婆心的劝告，均充耳不闻，其中部分人士更索性辞去原职，做交易所会员或经纪职员。于是，某大银行一个月内有百名职员辞职，九龙某校校长捧着经纪牌转行等怪事，更是层出不穷。政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

府亦恐跟风者无心工作，而通告公务员不得在工作时间内进行股票交易。(《星岛日报》，1973 年 5 月 2 日)

话说回来，在股市热火朝天之际，那些曾经在股市中获利的人确实风光一时。什么“鱼翅捞饭”、“白兰地漱口”一类使人咋舌的行径，更一时成为潮流(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)。《星岛日报》一则有趣的报道，便让我们清楚看到“赢钱时意气风发、输钱时垂头丧气”的行为。该报这样写：

据一海味代理商指出，自去年以来……南北行每日海味价格之升降，与股市走势的起起落落相若，显示股民的喜怒哀乐，已和股市的进退升跌紧紧地扣在一起。(《星岛日报》，1973 年 5 月 2 日)

从 3 月 9 日股市逆转起至 5 月 8 日收市，股市连续下跌了两个月。在这段“日月无光”的日子里，很多投资者损失惨重、叫苦连天。在“无计可施”的情况下，很多股民均乞求政府插手，阻止股市继续下滑(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)。《星岛日报》也在 5 月 7 日刊登了一篇名为《港府该放手买港股票》的文章，敦促政府救市。文章这样说：

在接近两个月的大跌市中，不少股票比今年的最高价跌去百分之六十以上，个别甚至跌去百分之八十以上，跌幅之大，跌势之急，为香港空前仅见。股市这样的暴跌，对香港工商业的正常活动和居民经济带来不利的影响。因此，采取措施恢复股市“全日”买卖，是很有必要的……(我们)要求港府从存放在伦敦的大量英镑储备，拿出一部分，以长线投资的形式买入本港的蓝筹股票。这样一来，香港股市肯定会由冷转热，从跌转升。(《星岛日报》，1973 年 5 月 7 日)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为了“救市”,4 家交易所宣布由 5 月 7 日起恢复全日交易,希望借延长交易时段而刺激交易、扭转跌势。之后,证监专员施伟贤又公开表示,“香港经济前景良好,市民不用过虑,股市信心可复”(《星岛日报》,1973 年 5 月 9 日)。受到各类“救市”措施刺激,股市总算在 5 月 9 日的低位(656.03 点)中反弹,并上升至 5 月 14 日的 742.45 点,而港督麦理浩在 5 月 18 日公开表示香港股市已经回复正常的言论,又使股市进一步上升至 5 月 21 日的 861.54 点(《星岛日报》,1973 年 5 月 19 日及 22 日)。不过,这个短暂的反弹浪维持不到两星期,踏入 5 月 22 日,股市又在“庄家大户”趁反弹势头“大举出货”的影响下调头回落。

针对股市急跌初期股民前仆后继地“趁低吸纳”但后来却“反手被困”,变成“大闸蟹”(持货被困者)的情况,《星岛日报》不无幽默地将这批“大闸蟹”分为四级,进而阐述他们所面对的困境。

> 股市中的“大闸蟹”,现时可分为几个级别。如在恒生指数 1 700 多点购入的,称为第一级;在指数跌了 500 点后入货的,称为第二级;在指数跌到 1 000 点左右时认为买入可以安全无虞的,称为第三级;在跌到 800 点以下,相信是“执平货”的机会而毫不犹豫买入的,是为第四级。由于这个跌势好像是漫无止境的,那些第一级的“被绑者”,固然回天乏术,“打定输数”;那些第二级的买家,亦有不少见势不佳而弃甲曳兵……至于那些第三及第四级受害者,他们原本是“大淡市”中支持股市的“义士”,并且认为在这个指数中入货,决不会“损手烂脚”;他们甚至想到,如果他们这一条“防线”守得稳,就会逐渐吸引其他买家的兴趣,形成一种“承接力”,扭转跌势。不料他们竟然也“失手被擒”,这更使人心寒,直把股市看作“生人勿近”的陷阱,而股市也沉疴不起,不少股票均跌破了底价。(《星岛日报》,1973 年 5 月 12 日)

到了该年的 6 月 27 日,市场终因企业市值大跌而爆出有“公司遇到财困”的问题。首家突然传财政困难的公司,是一家专门代客买卖股票的财务投资公司,名为华利来财务投资公司。据报道该公司在股市崩溃时擅自动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

用客户的股票作抵押，借以应付本身资不抵债的财政危机。当客户作出投诉而警察又上门调查时，负责人已“人去楼空、逃之夭夭”，使公众极为关注(《星岛日报》，1973 年 6 月 26、27 及 28 日)。

由于投资者忧虑陆续会有公司“爆煲”(财困)，因而不敢持货(股票)太久，甚至不计后果地大举抛售，使恒生指数进一步下跌至 7 月 11 日的494.45 点。之后，股市曾一度出现技术性反弹，并由 500 点左右上升至 7 月 18 日的 602.34 点、6 月 24 日的 678.47 点及 7 月 27 日的 735.15 点。不过，从 7 月 28 日起，股市又再次向下摸底(Hong Kong Stock Exchange Limited, 1973)。

踏入 8 月份，股市仍在连串不利消息影响下继续滑落。其一是立法局通过收紧开设交易所法案，其二是陆续发现假股票，其三是银行提高利息。首先，让我们谈谈政府立意收紧股票买卖空间问题。自 1972 年下半年股市急速升温开始，立法局已开始讨论监管的问题，只因立法需时，政策没有即时出台而已(Hong Kong Legislative Council, 1972 - 1973)。到了 1973 年 8 月 1 日，立法局终于通过《禁止开设期货交易所条例》(*Stock Exchanges Control Ordinance*, 1973)，至于其他相关政策，也密锣紧鼓，很快会宣布。名如其意，该法例的目的旨在禁止新交易所的出现，以免影响金融体系的稳定。法案虽然没有改变当时交易所的数目，但政府希望收紧市场活动空间，并加强股票买卖监察的态度，则十分明显。

市场陆续发现其他公司假股票的问题，也给投资者添烦加忧。自 3 月 12 日发现合和公司的假股票后，还陆续发现怡和公司及和记公司的假股票。到 8 月 9 日，警方终于大举行动，并在铜锣湾破获香港有史以来第 1 个伪造股票集团，搜出用于制造假股票的柯式印刷机及锌模等设备，拘捕 2 人。同日，又在渣华道一单位内搜出 200 余张怡和公司的假股票，按当时的市值计算，约值 300 万(《星岛日报》，1973 年 8 月 10 日)。再到 8 月 21 日，证券交易所宣布停止怡和股票交易 48 小时，以便警方查证相关交易。虽然警方已捣破伪造股票集团，但 9 月 18 及 19 日仍陆续发现利兴、美汉及东方海外等假股票的情况，又再使人想到问题可能只是冰山一角。受到这个问题的困扰，投资信心一直难以恢复。

至于利息趋升则是另一加速股市下滑的重大因素。踏入 3 月份，外汇银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

行公会(Foreign Exchange Banks Association)宣布提升存款利息。初时，由于股市仍然炽热，投资者在有利可图的情况下，并不介意轻微的成本增加。但是，当股市逆转后仍不断在6月14日、8月1日、8月16日、9月1日及9月10日等提升利率，则对股市造成了沉重压力。所谓积少成多，大约3个月内的5次加息，已使存款利息由1厘多加至4厘(Far East Exchange Limited, 1973)。面对“息魔”肆虐，疲弱的股市更是雪上加霜。

由于不利消息浪接浪，股市也一直无法摆脱弱势，并长期处于疲不能兴、只跌不升的困境。事实上，自1973年3月12日跌市开始至9月中旬，香港股市已跌去了接近1 200点。《星岛日报》一篇评论文章，正好说出股市“满目疮痍”的情况。文章这样写：

> 经过大泻狂潮后的股市，已经面目全非，只有4个月左右，恒生指数便由最高峰的1 700多点跌至500多点，高低相差约1 200多点，许多炙手可热的蓝筹股，最低限度下跌了七成半，或者仅及顶位的六分之一。至于一些被认为是“蚊蝇”的细价股，更有“疮痍满目”之感，一些被认为质素较优良的，固然大幅滑落，由10元以上，跌至二三元，或者由五六元的，下跌至一二元，另外一些质素较次的，则跌破了底价，侥幸的值回原价五六成，有些更完全没有买卖，连招牌都掉在底层里，人们几乎忘记了它们的存在。(《星岛日报》,1973年9月17日)

到了1973年年底(12月24日)，恒生指数进一步下跌至只有400.21点。圣诞节过后，股市虽然略有反弹，但全年最终仍以433.70点收市。与3月9日高峰的1 774.96点比较，在短短的10个月内，恒生指数足足下降了七成半，而全年成交量虽有482.17亿，但若扣除首季度的284.85亿元，其他9个月合共只有197.32亿元。也即是说，3月份后的股市，跌势之急、跌幅之大，的确十分惊人(《香港年鉴》,1974年; Hong Kong Stock Exchange Limited, 1973)。

回头看，很多论者都觉得股民漠视市场风险，并误信“买股可以致富”一类似是而非的歪理，才是真正触发股市急跌，并导致他们焦头烂额、债务缠

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

身的原因所在（*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997; Wong, 1986）。事实上，当股市泡沫日见膨胀之时，政府为了防止股民过度炒作，曾印制了一些《购买股票须知》的小册子，放在银行及证券交易所，免费派发，警惕股民小心。但是，那时的股民正埋首炒卖，哪会注意到什么小册子，更不用说会拿来阅读了，至于“小心风险、谨慎投资”一类警惕性的说话，自然也不会听进心里了，而那些小册子最后也因没人问津而被逼收回(《星岛日报》,1974 年 3 月 5 日)。

在谈论当年股民投资知识较弱，跟风炒作势盛而制度法规又欠完善等问题时，1975 年 2 月 26 日《星岛日报》刊出的一篇文章，便一针见血地点出了问题的症结所在。该文章写道：

> 如果我们想深一层，便会发现这次股市大跌的基本原因，是本地人缺乏证券投资经验。如果不是，恒生指数绝不会升至 1 700 多点的高峰。如果投资者在 1 700 多点时购入置地公司的股票，当时的股价为 50.5 元，市盈率为 178 倍。即是说如果市盈利保持不变，投资者只能到 178 年后才可归本……既然香港对上市公司的认识不大，政府及交易所对新公司上市应有更为严格的管制。不良公司只会是股票市场的负累，既荒废资金，又给香港带来不雅声誉。(《星岛日报》,1975 年 2 月 26 日)

从这个角度上看，1973 年的股市崩溃，似乎不是什么外围因素冲击，而是投资文化未开、投资知识薄弱、企业质素参差、监管制度欠善等内在因素引致。若不针对这些弊端着手改革，香港的股票市场实在没可能重新站得起来，更说不上可以发展成国际金融中心了。

石油危机与股市失序

正当股市江河日下之时，一直称为“工商业血液”的石油，则因中东政局

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

急速转变而出现油价飞涨的问题，对各行各业造成了沉重打击，而世界经济以至香港的股市，也陷入前所未见的困窘之中。要清楚掌握这场世纪能源危机的来龙去脉，我们有必要先概括地谈谈 1973 年 10 月初的第 4 次中东战争。

1973 年 10 月 6 日，一向信奉伊斯兰教而与以色列水火不容的埃及和叙利亚，联手突袭以色列，掀起了第 4 次中东战争，引起世界社会极大的关注。为了打击以色列及其支持者(主要是欧、美及日本等国)，以阿拉伯为首的石油输出国组织(Organization of Petroleum Exporting Countries，简称 OPEC)决定以石油作武器，制裁那些偏帮以色列的国家。10 月 18 日，沙特阿拉伯带头减少石油生产量，并禁止将石油输往美国。由于沙特阿拉伯的行动获得其他 OPEC 成员的支持，石油减产和禁运的范围，也进一步扩大至其他同情以色列的国家，因而触动了第一次世界性的石油危机(董瑞麒，1984)。

作为滴油不产的能源输入城市，在这次危机的打击下，香港自然无法独善其身。至于市民及政府可以做的，除了尽量节省、减少消耗外，似乎也别无他法。由于当时的石油供应主要由英、美六大油商所控制，当 OPEC 提升油价时，香港的油商也理所当然地将成本转嫁到消费者身上，并迅速增加油价。

事实上，自踏入 1973 年起，由于中东局势紧张，部分产油国已减少生产，使国际油价拾级而上，而香港油价也紧跟其后(表 13.1)。该年的 1 月 2 日，一直主导香港能源市场的英美六大石油供应商——壳牌、美孚、高富、德士古、半岛、标准，便以国际油价上涨为由，宣布在 1 月 3 日起提升石油及相关产品的售价，整体增幅达 4.5%(《星岛日报》，1973 年 1 月 3 日)，使很多石油消耗行业如运输、塑胶生产及化学纤维制造等大受影响。

大约半年后的 7 月 4 日，这六大石油公司又再次以成本增加为由，提升售价，这次的整体加幅约为 5.0%。到了 10 月 25 日，即中东战争发生后，油公司又以国际原油供应大减为由宣布第三次提升油价，这次的平均升幅为 4.5%(《星岛日报》，1973 年 7 月 4 日及 10 月 26 日)。在油价日高的情况下，港府在 11 月 10 日宣布成立石油政策委员会(Petrol and Oils Advisory Committee)，专职研究应付石油短缺问题的政策和措施(《星岛日报》，1973 年 11 月 11 日)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 13.1 1973 年～1974 年石油及相关产品价格转变(港元)

加价日期*	超级汽油	普通汽油	汽车柴油	工业柴油	重质柴油	火 水	石油气
1972 年底	3.75	3.40	2.70	1.29	1.03	1.7	0.56
1973 年							
1 月 3 日	3.85	3.50	2.80	1.36	—	1.80	0.62
7 月 4 日	4.00	3.65	2.90	1.43	1.20	1.85	0.65
10 月 26 日	4.10	3.75	3.00	1.53	1.30	1.95	0.67
11 月 27 日	4.40	4.05	3.30	1.68	1.60	2.25	0.73
1974 年							
2 月 21 日	5.25	4.90	4.15	2.53	2.45	3.05	0.93
11 月 13 日	5.45	—	4.20	2.58	2.50	3.10	0.95

* 除石油气的计量单位为磅(pound)外,其余均为加仑(gallon)
资料来源:《星岛日报》,1973～1974

当香港面对“油荒”之时,一衣带水的中国大陆则在 11 月 19 日决定增加石油输港,以舒缓香港的能源短缺问题。对于中国政府的举动,一向立场颇为“反共”的《星岛日报》,也在“大陆火水加额运到”一文中,借石油政策委员会主席兼副布政司祈廉桐(M. D. A. Clinton)之口,阐述大陆燃料输港有助舒缓香港能源短缺问题的看法。

由大陆供应本港的燃料,随即响应号召,增加输入。对于他们(中国)能够如此协助本港居民,我们深为感激。事实上,大陆输港的燃料,实有助减少本港日后可能遭遇的能源短缺困难。(《星岛日报》,1973 年 11 月 22 日)

正当普罗市民为大陆增加燃料输港而拍掌称好之时,壳牌及美孚等石油公司又在 11 月 26 日第 4 次宣布提高石油及相关产品的价格,这次的加幅高达 13.7%,使工业生产、商业营运和居民生活等百上加斤。

面对愈来愈急剧的油价飙升和供应渐趋紧张,港府相继宣布实施《1973 年紧急管制(汽油)法令》[*Emergency* (*Control of Oil*) *Order* 1973]及《1973 年紧急管制(广告、陈列及泛光照明)法令》[*Emergency* (*Advertising, Display and Floodlighting Restriction*) Order 1973],规定自 1973 年 12 月 10 日凌晨开始,推行连串节省能源政策,又实行灯火管制,严

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

格限制商业及康乐灯光的使用和开亮(*The Hong Kong Government Gazette Extraordinary*, 7 *December* 1973)。其次,又宣布实施夏令制,藉以减少能源的消耗。

与此同时,港府高层又加紧与中国政府接触,希望大陆能增加输港石油的数量。1974 年 2 月 4 日,当英美六大石油公司再次向政府申请提升油价时,石油政策委员会主席祁廉桐同时宣布,港府决定打破过往石油供应由英美公司垄断的惯例,批准华润公司在沙田、青衣兴建油库,而中国政府则答应在 1974 年内配给各类石油产品 30 万吨,以解香港燃眉之急。

> 鉴于本港由中东方面所获供应的石油,预期将会减少百分之十,故而中国大陆石油输港,无疑将极受欢迎……政府在经过与华润公司进行商讨后,决定拨地以供该公司储存石油。(《星岛日报》,1974 年 2 月 5 日)

虽然中国政府同意增加输港石油的数量,但市场占有率多达九成的英美六大石油公司,又在 2 月 20 日宣布大幅加价,这次的加幅更高达两成半(《星岛日报》,1974 年 2 月 21 日;表 13.1)。事实上,自第 4 次中东战争在 1973 年年底结束后,原油的供应已渐恢复正常,但香港的石油公司则因追求本身利润而不断加价,举动使市民极为不满,社会怨声载道。

正因为供应恢复正常,港府宣布自 1974 年 5 月 1 日起,取消一切灯火管制及节省能源的紧急法令,并停止呼吁市民节约使用能源的宣传(《星岛日报》,1974 年 5 月 24 日)。虽然石油供应恢复正常,但油价并没有相应回落。恰恰相反,大约半年后的 11 月 13 日,六大石油供应商再次提升油价(表 13.1),使市民生活百上加斤。也即是说,国际石油供应虽然恢复常态,高油价的余毒仍挥之不去,并无孔不入地侵蚀着香港的民生和经济。

回说石油危机与股市的关系。或者可以这样说,石油危机虽然没有直接打击股票市场,但它对整体经济、工业生产,以至市民生活等所造成的巨大压力,则最终导致股市一蹶不振。由于油价上涨,各行各业的边际利润也在成本增加的情况下受到削弱,至于那些依赖石油及相关产品做原料的行业,所受的打击就更加不用说了。由于经济表现差强人意,企业营利自然乏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

善足陈。

正如上一节中提到,1973 年圣诞节过后的数个交易日内,股市曾一度反弹,使投资者以为股市可以扭转劣势。是年年底《星岛日报》的"股市分析"专栏中,便以"股市恶运已成过去"为题,祝愿香港股市可以在新的一年"走出低迷、止跌回升"(《星岛日报》,1973 年 12 月 31 日)。可惜,这个良好的祝愿,并没在 1974 年实现。

事实上,1974 年初,股市曾一度出现技术性回升,但力度不大。1 月 21 日后,在高油价及英国工党上台等连串不利因素的影响下,恒生指数又由 481.86 点反复下滑至 5 月 1 日的 290.14 点,短短 3 个半月内,跌幅高达四成。针对当时股市内外交困、疲不能兴的情况,《星岛日报》的股市评论专栏这样说:

> 由于石油价格高涨,一切必需品的价格也持续上升,金融市场的波动,更显示了通货膨胀的走势,仍没停下来。在银纸(货币)贬值的情况下,股票的价值自然比不上 1972 年。如果按实际价值计算,恒生指数就算回升至 600 多点,也不及当年的 300 多点(何况当时的指数连 300 点也没有)。(《星岛日报》,1974 年 2 月 4 日)

由于 3、4 月间的跌势过急,加上汇丰银行在 5 月 2 日宣布放宽股票按揭贷款的限制,股市再次出现急剧反弹,恒生指数持续回升至 6 月 14 日的 466.45 点。这算是股市崩溃后一个颇为"像样"的反弹。但是,由于当时石油危机的压力仍在,加上世界及香港经济严重萧条,股市又从 6 月 14 日的高位中不断往下沉,并屡创新低。举例说,8 月 28 日的恒生指数便下跌至 260.01点,10 月底下试 224.42 点,11 月 11 日更跌穿 200 点的心理关口,该月月底则报收 166.86 点,12 月 10 日,更下跌至 6 年来的最低点——150.11 点。该年年底,恒生指数报收 171.11 点,而四会全年总成交量则萎缩至只有 112.46 亿元(Hong Kong Stock Exchange Limited, 1975;《香港年鉴》,1975)。

由于投资信心薄弱,加上市场一片死寂,该(1974)年只有 3 家公司逆市而行,申请上市。这 3 家公司分别是 2 月中上市的日资企业三井洋行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

(Mitsui Limited)、5 月中上市的菲(菲律宾)资企业碧瑶金矿(Baguio Gold Mining Limited)及 7 月底上市的本地资本香港隧道公司(Hong Kong Tunnel Limited)。

经历过 1973 年及 1974 年的大跌市,1975 年初股市总算在美元大幅减息和技术性“超卖”等因素带动下大幅反弹。1 月份开市,指数由 171.11 点持续上升至月底的 220.23 点。之后,升势持续至 3 月 11 日的 324.78 点。相对于 1974 年 12 月 10 日的 150.11 点,短期内已反弹 116.4%。3 月 11 日后,股市略有回吐,但幅度不大,3 月底又再次回升至 6 月 9 日的 341.57 点。

6 至 11 月的股市虽然反复向下,但交投疏落,指数只在 300 点左右徘徊。到了 12 月,股市再次转活,并以年底的高位 350.00 点收市。该年四会总成交为 103.35 亿元,较上一年微跌一成左右,而整年只有新鸿基证券(Sun Hung Kai Securities)新上市,这或者可作为该年股市表现差强人意的一个注脚(Hong Kong Stock Exchange Limited, 1975;《香港年鉴》,1976)。

综合而言,1973 及 1975 年间的股市,可谓风急浪高、多难多灾。股市从高峰急跌,已使部分盲目投资者在股海中“没顶”;俟后的环球性石油危机,又使大市“回气乏力、每况愈下”。事实上,在投资气氛沉寂而经营成本急涨的冲击下,股市疲不能兴已不在话下,各行各业朝不保夕、倒闭破产成风的情况,更使香港经济一片萧条,失业大军也屡创新高。

> 在经济衰退的袭击下,工业界的打击最甚。停工关厂者时有所闻,即能维持开工的工厂,亦多减少开工日数,使失业或半失业的人数日增。据估计,全港的失业人数已超过 20 万人,若以工业就业人数为 100 万人计,则已达百分之二十。(《星岛日报》,1975 年 3 月 13 日)

可以这样说,股市崩溃后的一段急速经济衰退期,使很多企业被杀个措手不及,甚至乱了阵脚,并导致骨牌效应般的连串企业倒闭和失业率飙升等问题。这种情况,相信是 1967 年暴动后香港社会及经济所面对的另一次严峻考验。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

企业倒闭与汰弱留强

所谓"大浪淘沙",一场前所未见的股灾,虽然卷走了大部分盲目投资者的平生积蓄,并使香港的工商经济和股票市场受到巨大冲击,但事件同时也给一众企业带来严峻考验,看看谁是真材实料,谁是滥竽充数。另一方面,风暴所造成的破坏,也让政府明白到当时的法制,确实无法配合金融市场的急速发展。若然政府不急谋对策,完善金融法规,监察市场动态,不但股市复苏无期,整体经济发展,必然也受到拖累。由是之故,一直后知后觉的港英政府才亡羊补牢地着手研究,希望制订一套较为全面的证券法案。

自从华利来财务投资公司在 1973 年 6 月 27 日传出财政困难并走上倒闭之路后,一些滥竽充数、以假乱真的企业在风暴中因"露出真章"而被股民唾弃,并遭相关机构勒令停牌。某些早期扩张过急、经营欠稳的公司,同样需要付出沉重的代价,在弱肉强食的商业环境下不是遭到吞并,便是要关门大吉。股票市场上的一场汰弱留强、你争我夺的竞赛,于焉展开。

首家轰动社会的企业丑闻是保利工程(Paul Lee Engineering)。该家专门承接政府马路、隧道及天桥等建筑工程的公司,登记董事计有李保罗、李宪武、胡应湘、张贯天、潘惠钧、唐天燊、高儒佩和李美俐等人(《1973 年香港股票投资手册》,1973)。1974 年 8 月 22 日,该公司被勒令停牌,并于其后被揭发部分董事因挪用公款、营私造假,而使公司陷入困境(*Interim Report of Inspectors Appointed by the Financial Secretary into the Affairs of Paul Lee Engineering Company Limited*, 1974)。事件最终导致多项工程停工或"烂尾",并造成大量建筑工人欠薪、失业等问题(《星岛日报》,1974 年 8 月 24 日及 11 月 8 日;《星岛晚报》,1974 年 8 月 28 日及 9 月 11 日)。

针对该公司"神话破灭"的情况,《星岛晚报》在 1974 年 11 月 7 日刊登的一则"保利股票小史"短文,便粗略地描绘了该企业高峰滑落的过程。

保利工程公司发行股票的历史,先后还不足两年时间,由上市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

至停止挂牌，其过程如下：1972年12月，保利工程公司在远东及金银两家股票市场上市，当时每股面值1元，而以2.2元由会员配售。保利之法定股本为1亿股，每股1元，实收1 800万股，即1 800万元。其中合和公司占百分之二十五，公开上市则为450万股。保利股票最高值为1973年3月5日，当时每股25元（即上市3个月内股价暴升25倍），最低值为今（1974）年5月8日，每股值1.60元，至本年8月22日，在股票市场停止牌。在今年8月8日保利（股票）市价为1.70元。（《星岛晚报》，1974年11月7日）

经深入调查后，警方在1974年12月13日拘捕董事局主席李保罗及部分董事，并于1975年12月24日交由法庭审讯。到底一家前景秀丽而能承接多项大型政府工程的公司如何在一夜间走上败亡之路呢？社会大众颇感兴趣。随着警方的调查、法庭的审讯和传媒的披露，事件的真相也逐渐显现出来。从种种迹象显示，导致企业败亡的最大因素，原来正是炒卖股票（*Interim Report of Inspectors Appointed by the Financial Secretary into the Affairs of Paul Lee Engineering Company Limited*, 1974）。以下让我们引述部分《星岛日报》及《星岛晚报》的专题报道，说明事件的来龙去脉。

报告揭露，李保罗于1972年12月与1973年1月间，以该公司名义购买总值9 415 670.80元股票，而其中6 960 000元系李保罗要求他以保利公司名义购买和记及合和的股票，其余2 456 000元的股票，则是李保罗通过他人买入。同时，该公司另外两名董事张贯天及唐天燊表示，对于上述投资均未有所闻，而投资亦未有获得董事局授权。（《星岛晚报》，1974年11月12日）

报告指出，保利工程在1974年1月至11月份，业务亏损达23 188 854元……该公司1972年11月19日的招股章程中所称该公司及联号的实质资产净值“高估”了400万港元……发行股票净得（实收）之款项，用作购买股票，其中大部分被用作李保罗个人向银行借贷的抵押品，该款项已无法收回。李保罗将部分剩余的股票出售，但没有将所得之款项拨入公司账户，此笔款项超过600万

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

港元。(《星岛日报》,1975 年 1 月 29 日)

……1973 年该公司宣布派发“中期息”后,因李保罗所购得之股票市值大泻,致公司陷入资金短缺困境。为挽救及掩饰保利公司面临之经济危机,(李保罗)乃安排(手下)到……永安银行……开设假存款户口……并在不需要实质资金(的情况下)存入 1 000 万元……使保利公司在永安银行拥有上述存款之账目……借以支持该公司在 1973 年年报中公布的一项银行盈余资金账目。(《星岛日报》,1976 年 4 月 28 日)

很明显,由于李保罗动用公款炒卖股票,并将炒卖过程中的亏损全部拨入公司账户,因而种下了监守自盗、作假舞弊的恶果。当事件恶化时,李氏又不择手段地弄虚作假,希望避人耳目、欺骗股东的举动,反而使问题变得更加复杂。正如《星岛日报》所说,由于李保罗“发财有心、经营无术”,才会将企业弄致亏损连连、负债累累(《星岛日报》,1975 年 1 月 29 日),最后(1975 年 2 月 4 日)甚至落得破产结业的下场。

保利工程清盘 1 年半后,整件丑闻案才全部审结,公司主席李保罗、董事潘惠钧及会计主任游来煊等被判罪名成立,其他相关人士如胡应湘、李宪武、唐天燊、张贯天及郭志匡等则无罪释放。由于首被告李保罗为主犯,被重判入狱 4 年半,至于第二及第三被告,则因案情较轻而只被判刑 18 个月(《星岛晚报》,1976 年 6 月 14 日;《星岛日报》,1976 年 6 月 15 日)。

对于保利工程引起的轩然大波,《星岛晚报》的一段评论,虽然十分简洁,却很值得监管当局认真检讨。

保利公司的破产,使许多持有该公司股票市民,损失惨重……任何公司,特别是上市公司,都应纳于正轨,这样才能保障投资者的利益。彻查任何不规矩事情,是政府应有的责任。(《星岛晚报》,1975 年 12 月 17 日)

紧接保利工程丑闻案的是高升地产(Kao Shing Properties)及亚洲置地(Asia Lands & Properties)的财政混乱问题。1974 年 11 月 12 日,当财政司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

夏鼎基勒令停止两家公司的股票交易时，投资者才惊觉两家公司的财政及经营状况，原来已经百孔千疮，而董事局数度“大换血”的情况，更使人怀疑是否有人刻意作弊、瞒骗公众(《星岛日报》，1974 年 11 月 13 日)。

从《1973 年香港股票投资手册》中，我们查到这两家公司董事的名录及一些相关业务。首先，让我们集中谈谈高升地产。1973 年 2 月，高升地产在“远东会”和“金银会”上市，公司登记董事有王启霖、曾振邦、吴煜培及黄永辉等人，业务则是地产投资。到 1973 年 8 月，董事成员已改为关文伟、雷贤雄、余国基及袁福明(《星岛晚报》，1974 年 11 月 14 日)。高峰期，该公司的股价为 5.10 元，股灾后一直在 0.28 元间轻微移动。从 1974 年 3 月 14 日的通告上，我们看到该公司由 1973 年 1 月 16 日至 8 月 31 日的半年内，共显示 1 782 033 元的巨额亏损(《星岛日报》，1974 年 3 月 20 日)。当记者就企业遭勒令停牌的问题，接触相关人士了解情况时，不但发现公司财政陷于困境，连管理层也“面目全非”。

> 高升(地产)的主要业务为投资及地产发展……该公司在 1973 年 8 月曾经大改组……早于多月前，(该公司)为一批南洋商人所收购，另组董事局，而香港董事亦已全部退职……高升在港的投资，早已全部移往南洋，现时香港已全无业务可言，亦无驻港负责人或办事处，只委托本港的标准股票登记公司代办登记及过户事宜。(《星岛晚报》，1974 年 11 月 14 日)

虽然记者的求证得不到什么实质回应，但政府稍后透露已将案件交由执法单位调查时，又多少使人想到问题似乎不是经营不善那么简单。

> 消息来源指出，财政司曾委派视察专员调查高升地产事务。在接获调查报告后，发现该公司在其股票上市时，所作资产估计过分夸张，与当时市价有很大距离，因而怀疑其中有舞弊情况存在，乃通知廉政专员公署调查……据悉，高升地产的董事，全部在南洋，在港的投资亦多已调往南洋，而该公司在港的物业仅剩下文咸东街的高升大厦，重门深锁。(《星岛晚报》，1975 年 11 月 20 日)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

到了12月6日，消息指财政司委派专门视察高升地产及亚洲置地账目的手续已完成，并将报告上呈港府，至于有否相应行动，则由财政司最后决定(《星岛晚报》,1974年12月6日)。可惜，在俟后的新闻报道中，我们一直找不到相关消息。虽然我们曾经从不同渠道搜寻相关资料，但却一无所获，因此，我们由始至终也无法确定该公司的“下场”。不过，有一点则颇为肯定，该公司从该年起已再没在交易所挂牌买卖了。

至于亚洲置地的问题，同样十分复杂。前身为寿德隆地产(Sutherland Estates)的亚洲置地，于1971年12为金门建筑(Gammon Limited)收购，成为全资附属机构。1972年8月，金门建筑将寿德隆股权转售一家名为坚荣投资的私人公司，而坚荣投资不久又再将之转售英资证券投资财团——利获家集团，并易名为亚洲置地，因而出现了名字有别、股权数变的情况。1973年初，该公司登记董事为余国基、黄启德、冯荣达和冯基恒等人。但是，在1974年初则已改为冯荣、卢锦泉、李文彬及黄启德等人。高峰期，公司的股价曾上升至4.40元，至于停牌前的股价，则为0.31元(《1973年香港股票投资手册》,1973;《星岛晚报》,1974年11月14日)。

在1974年5月23日的通告上，该公司报称上一财政年度共获得4 883 905元的盈利，并计划发放股息，每股0.07元，另每20股送1红股(《星岛日报》,1974年3月23日)。表面上看，企业经营问题不大，营利也算可观。但是，当记者尝试与管理层接触，希望了解内情时，又发现该公司的董事局同样“面目全非”。

> 亚洲置地有限公司前任董事会主席冯荣达昨晚对本报记者表示：由于他已退出该公司，故对内情并不知晓。冯荣达表示，他已“记不清楚”退出该公司的确实日期，也拒绝透露退出之原因。他说：“本人现与亚洲置地有限公司已无关系。”(《星岛日报》,1974年11月14日)

至于其他前董事如卢锦泉、李文彬等人，也先后作出澄清，表示自已早已离职，与亚洲置地再没任何轇輵(《星岛晚报》,1974年11月16日及19日)。由于记者无法接触公司的管理层，事件也一直悬而未决。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

正当亚洲置地仍在停牌之时，另一家与之有千丝万缕关系的企业茂盛集团(Mosbert Holdings)，也因财政问题被当局勒令停牌。从《1973 年香港股票投资手册》中，我们查到该公司的董事有黄惜芬、罗盛茂和陈普芬等人，主要业务则为证券投资、保险、金融、公共交通、矿产、橡胶、地产、进出口及木材加工等(《星岛日报》，1976 年 2 月 6 日)。虽然公司在港注册和上市，但其主力则放在马来西亚和新加坡。高峰期，该集团的股价为 3.50 元，停牌前报收 0.15 元(《星岛日报》，1975 年 12 月 16 日)。从报章的报道中，我们还了解到，在停牌之前，亚洲置地及茂盛集团的董事局主席，均为罗盛茂，而亚洲置地更持有 4 700 万股茂盛集团的股票，持股量高达二成半(《星岛日报》，1975 年 12 月 12 日)。也即是说，两家公司存在着共荣共枯、相互牵连的关系。

> 茂盛集团公司的股票，今日起停止在本港 3 家交易所挂牌。证券监理处今晨发表通告称，由于亚洲置地公司在茂盛集团中拥有具体的资本，该处认为其资产情况有澄清的必要，故建议九龙、远东及金银 3 家交易所，暂停其股票在市场中的买卖。(《星岛晚报》，1975 年 12 月 11 日)

到底茂盛集团是“何方神圣”？这家名不经传的公司又为何会出现财政危机？社会大众初时并不为意。但随着传媒的不断跟踪报道和事情真相的日渐揭露，舆论才纷至沓来。原来这家公司与苏联(即现今的俄罗斯)政府有密切关系。由于当时香港及西方社会对苏联既恐惧又厌恶，消息曾使公众大为紧张。不过，港府高层则认为不管哪里来的资金，只要企业按香港的法律运作，政府不会作出干预(《星岛日报》，1975 年 12 月 16 日及 18 日)。

虽然集团与苏联间的关系千丝万缕，但苏联方面似乎没有直接插手公司的管理，真正使公司败亡的，仍是“炒股”失手、“投资”(投机)失误的问题。1975 年 12 月底《快报》一篇名为“苏联高利贷逼死茂盛”的“爆料”文章，便道出了问题的核心所在。

> 茂盛集团的前身是第一证券有限公司，该公司 1973 年初在“九

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

龙会"挂牌上市……从1972年7月开始,先后接受了新莫斯科银行的贷款……该等贷款利率,为月息2厘,例如借100万元,每月利息2万元,每年利息24万元。香港从来没有这样高的银行利息……当时正值香港股市满天星斗,只要有银(钱)在手,"滚两下"(一转手)就可发达,因此谁也不在乎这种高息。到1973年3月以后,股市从1 700多点的高峰直线下泻,许多吃高息炒股的公司便首当其冲……茂盛在股市大升时赚大钱,手上拥有大批股票。(《快报》,1975年12月26日)

也即是说,由于股坛失利,集团便陷入了债台高筑的局面。当债主(主要是苏联新莫斯科银行)临门而公司又资不抵债时,集团便只好宣布"投降",并主动地在1976年2月6日向法庭申请清盘。由于事件敏感,法庭迅速作出回应,并在同年3月11日由高等法院副按察司李福善判处清盘,使这场至今仍使人扑朔迷离的事件画上了句号(《星岛日报》,1976年2月6日及3月12日)。

虽然茂盛集团的事件闪电解决,但亚洲置地的问题,则一拖再拖,迟迟未能处理。到1981年2月23日,报纸上刊登了一则香港高等法院原讼法庭的公司通告,说根据香港《公司法》第32章的规定,宣布将亚洲置地的注册资本由原初的1亿元缩至1 500万元(《星岛日报》,1981年2月23日)。换言之,到了这个地步,公司资本已"大缩水"了,至于一众股东蒙受的损失,也可想而知了。之后,到了1986年初,该公司才被其中一位股东布鲁柱(G. Bloch)收购,并改名兴利集团(Herald Holdings),算是结束了亚洲置地扑朔迷离的历史。

另一件颇值得讨论的股海"浮沉录",是所谓"四合一并购案"。该案牵涉的公司共有5家,分别是大众国际投资(Public International Investments)、永利财务(The Vale Finance)、英泰证券(London & Pacific Securities)、得心有限公司(Free Will Corporation Limited)及万众财务(Public Finance)。大众国际投资的登记董事为郑鸿标、李永祥和陈誉广;英泰证券的登记董事为姚廷珊、陈瑞显、林建熙和徐嘉慎;得心有限公司的登记董事为程希贤、陈瑞显、李沛棠和徐嘉慎;永利财务的登记董事为吴志光、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

陈瑞显、黄金年；至于万众财务的登记董事则为姚廷珊、郑亚历、叶富芬和林建熙(《1973年香港股票投资手册》,1973)。

从这个董事局名单上,我们可粗略看到这5家公司之间,似乎有着某种相互纠缠的关系。事实也是如此,除了董事身份交替重叠(interlocking directorate)外,企业股权相互纠缠的情况,也十分普遍。举例说,万众财务便持有其他4家公司超过五成的股权,而大众国际投资也持有为数不少的英泰证券、永利财务及得心有限公司股权,彼此间的关系,复杂得令人咋舌。

自股市崩溃后,5家公司的股价便一沉不起。举例说,大众国际的股价一直在0.50至0.25元之间蠕动,永利财务、英泰证券和得心有限公司的股价也只在0.30至0.20元间上落,至于万众财务的股价则一直在0.30至0.15元之间浮沉(《香港股票手册》,1973～1978)。正因为这5家公司的部分董事和股权重叠,加上债务不轻、业务相若,自1974年起他们便计划合并和重组,借以减少开支。

由于永利财务、英泰证券和得心有限公司这3家公司的规模较细,其董事局便建议将之并入规模较大的大众国际,成为其全资附属机构,借以提升公司的效率及竞争力。这项建议不但得到4家公司大股东的首肯,也获主要控股公司万众财务的接纳,而新鸿基证券更同意出任合并行动的财务顾问。结果,在1978年1月23日,4家公司便刊登了联合通告,表示正着手筹组合并(《星岛日报》,1978年1月23日)。

虽然4家公司的大股东通过了合并建议,并提出了换股、配股的承诺,但计划最终被高等法院驳回,指行动违反了《公司法》,并侵犯小股东及相关债权人的利益。由于合并行动告吹,除了大众国际投资仍能继续经营外,其他3家公司则在法庭的命令下,最终走上了"清盘结业之路"(*South China Morning Post*, 20 April 1978)。

从以上清盘、停牌和合并的一些例子中,我们看到当股市突然开放而金融法规、公司制度、市场监察等未能全面配合之时,股市的确曾经出现了若干问题,部分急功近利的投资者,甚至上下其手,以不正当的手法经营业务,并在有意无意间欺骗公众。对于少部分沽名钓誉、见利忘义商人的所作所为,《星岛日报》的一则报道,读来颇令人叹息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在证券管理法令(实施)之前,许多坏分子利用香港证券市场(监察)的真空时代,偷龙转凤地将产业变换,夸大市值,再将股票申请上市,所以一个楼宇、一条船、一个厂房、一堆烂机器、一纸发明权,亦可以摇身一变成为上市公司……不足两年中,已有1家保利工程被逼清盘,25家公司公开宣布不派息,包括老牌之香港电话、屈臣氏和信昌机械,而既不派息亦不发布财政状况的,则占40家。香港上市股票315家,而有75家不派息,占百分之二十四。(《星岛日报》,1975年2月10日)

虽然部分企业的经营手法备受非议,并引致投资者"损手烂脚",但大部分企业还是循规蹈矩、经营有法的。举例说,汇丰银行、恒生银行、东亚银行、怡和公司、太古洋行、香港置业、新鸿基地产、合和实业、中华电力、中华煤气、九龙货仓和恒隆有限公司等企业的纯利,便每年获得可观增长。其他如长江实业、新世界发展、和记地产、永泰建业及鹰君有限公司等,纯利虽然曾经一度下滑,但很快便迎头赶上(表13.2)。

表13.2 1973年~1976年部分表现较佳企业纯利及股价变动情况

企业名称	1973	1974	1975	1976
汇丰银行*				
纯利(百万元)	279.4	300.9	333.2	393.5
股价波幅(元)	66.4—25.5	26.9—7.6	18.8—6.28	21.8—18.7
恒生银行*				
纯利(百万元)	70.9	81.5	91.1	119.6
股价波幅(元)	288—135	140—42	108—45	126—85
东亚银行*				
纯利(百万元)	19.4	21.2	21.7	25.0
股价波幅(元)	460—309	200—197	120—94	147—118
怡和公司*				
纯利(百万元)	136.7	215.4	265.3	301.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续　表）

企业名称	1973	1974	1975	1976
股价波幅(元)	108—24.5	33.5—10.9	25.6—9.2	25—15.5
太古洋行*				
纯利(百万元)	37.9	51.0	73.3	125.5
股价波幅(元)	19—6.7	9—2.4	7.9—2.6	11—7.4
香港置地				
纯利(百万元)	136.3	166.4	173.2	201.7
股价波幅(元)	66—7.8	10.3—3.4	7.4—3.6	9.3—6.4
长江实业*				
纯利(百万元)	43.7	48.3	45.6	58.9
股价波幅(元)	28.6—3.9	6.1—1.7	4.9—1.7	7.6—4.7
新鸿基地产*				
纯利(百万元)	58.5	69.4	90.0	101.7
股价波幅(元)	4—1.1	3.7—1.2	5.1—3.3	5.1—4.4
新世界发展*				
纯利(百万元)	71.6	84.0	57.7	63.1
股价波幅(元)	19.5—2.2	3.7—0.9	1.8—0.8	2.1—1.3
合和实业				
纯利(百万元)	21.8	27.6	34.8	43.9
股价波幅(元)	3.1—0.7	1.9—0.6	2.9—1.8	3.3—2.4
和记地产*				
纯利(百万元)	10.7	18.8	16.6	25.2
股价波幅(元)	21.8—4.8	5.1—1.6	5.4—1.8	8.5—5.7
永泰建业*				
纯利(百万元)	16.5	0.9	11.9	14.8
股价波幅(元)	8.7—1.2	1.3—0.6	3.4—1.0	3.8—2.4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

(续　表)

企业名称	1973	1974	1975	1976
鹰君有限公司				
纯利(百万元)	12.1	9.2	6.1	4.0
股价波幅(元)	12.2—1.4	1.3—0.5	1.2—0.4	2.3—0.9
中华电力*				
纯利(百万元)	111.1	121.9	138.1	157.1
股价波幅(元)	77.0—19.0	20.8—9.4	16.4—10.0	19.5—11.2
中华煤气*				
纯利(百万元)	6.5	8.9	13.0	16.4
股价波幅(元)	49.6—10.4	12.0—6.1	18.0—5.7	23.0—11.3
九龙货仓*				
纯利(百万元)	42.7	43.6	60.2	67.4
股价波幅(元)	123—16	23—6	14.3—6.0	18.0—12.9
恒隆有限公司				
纯利(百万元)	40.6	42.6	45.1	52.0
股价波幅(元)	4.5—1.1	3.0—1.0	4.9—3.0	4.3—3.4

* 企业曾经以供股或派送红股等形式发行新股。
资料来源:《香港股票手册》,1973～1978

就算各公司的股价曾一度从高峰回落,不久他们便能收复失地。还有一点值得注意,除了少数公司没有增发股份再集资外,大部分实力雄厚企业,仍在香港经济低潮期继续公开集资,扩充业务。举例说,1973 年汇丰银行的发行股数为 224 200 00 股,1974 年、1975 年及 1976 年则分别上升至 277 600 000 股、347 500 000 股及 381 700 000 股。至于其他的企业如恒生银行、东亚银行、怡和公司、太古洋行、长江实业、新鸿基地产、新世界发展、和记地产、永泰建业、中华电力、中华煤气和九龙仓等,都曾不止一次地发行新股(表 13.2),显示一些经营有方的企业,仍能在风大雨大的经济环境下集资扩展、破浪前进。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

简单地说，在那个“百花齐放、百家争鸣”的急速开放时期，虽然有个别企业在制度未见完善之时瞒天过海，谋取私利，甚至做出打击香港国际声誉和削弱投资者信心的事，但大部分企业仍算安分守纪、刻苦经营。正因为大部分企业能够在这场巨大的风暴中屹立不倒，香港的经济才能在稍后的复苏浪潮中先拔头筹、再放异彩。

强化监察与完善制度

在一浪接一浪的炒买炒卖、企业倒闭、停牌和合并潮中，立法局终于在1974年2月13日三读通过证券法草案，是为《1974年证券条例》(*Securities Ordinance 1974*，简称《证券法例》)及《1974年保障投资者条例》(*Protection of Investors Ordinance 1974*，简称《保障投资者条例》)，希望拨乱反正，恢复市场秩序(Hong Kong Legislative Council，1973 - 1974)。

由于《证券条例》对股票市场的发展极为重要，我们有必要深入一点谈谈。事实上，该套由13个部分(parts)组成，并分为150个分节(clauses)的《证券法例》，具体而系统地勾勒出证券买卖手续、交易所角色、证监会权责、从业员操守、业务汇报、账目审计以及纪律处分等各项规章和守则，对日后股票市场的规范和发展，有着十分重大的影响。以下且让我们粗略地介绍这部颇为全面法例的一些重要章节。

第一部分为内容前提(Preliminary Provisions)。这部分除了给法例定下“简称”(short title)，以便日后引述外，还对法例中使用的一些名词如证券经营、证券商、承包商等作出界定，至于法案中讨论到的人、事与证券的关系，也有基本的介绍和交代。

第二部分阐述证监处(Securities Commission)和证监专员(Commissioner for Securities)的权责。条例为证监处及证监专员的成立，奠下法律基础，至于证监专员的委任及罢免，同样交代得十分清楚。其次，条例还就证监处的财政开支及员工招聘等，订下了明确的指引。

第三部分触及交易所(Stock Exchanges)的地位。条例规定任何人士未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经财政司或港督批准，不得擅自开设交易所。如有违反，证监专员有权查封并没收相关财物，并可处以最高 500 000 元的罚款。其次，条例也指出如交易所更改会规及守则，必须事先知会证监处。

第四部分说明了交易所联会(Federation of Hong Kong Stock Exchanges)的组成、成员资格及权责等。其次，条例也对该联会的功能、主席的委任和联会评议会(Federation's Council)成员的轮替等，作出详细指引。

第五部分是关于证监处纪律委员会(Disciplinary Committee)成立和权力的问题。条例不但赋予纪律委员会调查一切不正当证券买卖的特权，也给予上诉聆讯及拒绝发出业务经营证明书的权力。除此之外，纪律委员会也有权传召证人及订定会员守则。

第六部分是登记证券商、投资顾问及代表(Registration of Dealers, Investment Advisers, and Representatives)事宜。根据法例的规定，证券商、投资顾问及代表，必须向证监处登记，并提供现金保证金及银行担保，而证监处则负责对符合要求的申请人发出相关的证明书。任何不履行债务的证券商、投资顾问及代表，均应承担法律责任，而证监处则有权管理赔偿基金。

第七部分与文件记录(Records)有关。任何已登记的证券商、投资顾问及代表，必须将证书及经营文件保留，并在有需要时让证监专员查核。如果经营地点及业务有改变，应立即向相关部门更新。

第八部分着眼于证券买卖(Trading in Securities)。法例规定证券商在买卖证券时，必须详列买卖双方的姓名、地址、价格及条件等资料。其次，法例也严格禁止证券商公开“兜售”(hawking)证券和从事一切期货交易、买空卖空等具欺诈成分的证券投资业务。除此之外，法例也严格规定证券商在未得到客户授权前，不能擅自拿取客户的证券作抵押。

第九部分涉及会计及审核(Accounts and Audit)问题。法例要求证券商保留一切营业账目，并由专业持牌会计及核数人员根据相关法例如实汇报，而有关的账目必须呈交证监处，以便核对。证监处有权委任独立而专业的审计人员，查核相关证券商的账目。如证监处有疑问，相关证券商必须作出解释。任何有意的漏报、虚报、迟报，都属违法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十部分为赔偿基金(Compensation Funds)的问题。法例规定各家交易所必须设立赔偿基金。基金分为两部分,一部分拨作基本账户(primary account),一部分拨作储备账户(reserve account)。如有投资者因相关证券公司盗用公款或清盘而无辜蒙受金钱损失时,可以获得适当的赔偿。

第十一部分针对监督和调查(Inspections and Investigations)的问题。法例赋予证监处委任监督(inspector)并调查证券商的权力,而获委任的监督更有权盘问相关证券商,并要求提供一切文件记录,协助调查。证监处有权查封或搜查受怀疑的相关人士及公司,而任何人士刻意销毁、隐瞒或更改文件记录,均属违法。

第十二部分为防止不正当买卖行为(Prevention of Improper Trading Practices)。法例禁止任何人士垄断交易(rigging transactions)、造市(false market)、以虚假手法影响股价(affecting market prices)以及炮制误导性陈述(misleading statements)等。其次,法例又就内幕交易(insider trading)作出界定,并指出任何人士因其与某企业有联系而获得公众仍未知悉的消息,进而利用该等消息于证券交易上谋利,均属违法。

第十三部分属内容杂项(Miscellaneous Provisions)。这部分主要就股票经纪(stockbroker)的名词作出界定,藉以防止毫无相关的行业或人士使用。其次,又就投资顾问向客户提供意见及订立合约时设下基本条件。至于任何人士刻意妨碍证监处调查、影响受查人士或无法提供相关账目及文件以备调查等,均列为违法,证监处有权作出检控(Hong Kong Legislative Council, 1973 - 1974)。

《证券法例》通过后,香港证券登记总会(Federation of Share Registrars)在1974年的4月20日成立,着手筹备登记证券商、投资顾问及代表等事宜。至于香港证券交易所联合会(Hong Kong Federation of Stock Exchanges),则在该年7月18日成立。紧接着的8月19日,赔偿基金也正式运行。到了10月1日,证监处更陆续开始办理登记证券商、投资顾问及代表事宜。

证券监理专员办事处通告:1974年证券条例有关注册条文已于1974年10月1日开始实施,对个人及公司同样适用。任何人士

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如经营证券业务或投资顾问业务，必须在1974年10月1日起3个月内提出申请。证券监理专员施伟贤。(《星岛日报》,1974年12月11日)

可以这样说，股票市场的突然开放、投资气氛的急升骤降及少数投机者的兴风作浪等，都令港府明白到原本的制度和监管已严重滞后，若不及早订立清晰的"游戏规则"，让市场和投资者有法可依、有例可循，香港的股票及金融市场，将会受到更大的冲击。事实上，正因为订立了这套重要的规则和框架，香港的股市才能日渐成熟，并发展成今日誉满全球的国际金融中心。

结　语

回头看20世纪70年代初的股市，的确风高浪急、波涛汹涌。至于股灾的后遗症，更使很多香港市民吃尽苦头。所谓"屋漏兼逢连夜雨"，股市崩溃不久，香港便碰上了前所未见的石油危机，使经济跌入谷底。为了力挽狂澜，港英政府奇招百出，除了通过紧急法令，限制能源的使用外，还放下成见主动接触中国政府，输入大陆石油，至于通过《1975年小贩(修订)附例》[Hawker (Amendment) By-laws 1975]，同意从1975年3月11日在全港23条街道指定范围内设立小贩区，让小贩可在特定的区域及时间内按相关规定摆卖经营的措施，也不失为有效舒缓失业、振兴本土经济的方法。对于港府一改作风，容许小贩经营的一事，《星岛日报》认为不失为一项"德政"，并指政策有助低下阶层自力更生。

现在失业者的唯一出路是改营小贩。旧历新年前，已见闹市的街道小贩数量骤增，藉谋蝇头之利。过去当局对于管制小贩颇为严厉，不时因管制而发生冲突。此次能对小贩网开一面，不复严加取缔。最近更由市政局通过1975年小贩修订附条，在若干指定街道设置小贩营业区，在指定时间内任其摆卖，不能不说是一种德

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

政(《星岛日报》,1975 年 3 月 13 日)

对于股市由冷转热,愈热愈狂,甚至在短时间内迅速从高位回落的历程,资深股市评论人曹志明发人深省的一段话,不但恰到好处地总结了这时期股票市场的波谲云诡和风云色变,也令人玩味无穷。曹氏这样说:

> 政府虽已察觉股市的疯狂程度,但苦无法例赋予的权力,进行干预。当时政府只能不断卖广告,呼吁投资者买股票"可升可跌",投资者必须小心谨慎。但股民只闻股票"可升",对"可跌"哪会听得入耳……"熊市"来临时,股民才认识到政府宣传标语中的"可跌",实在所言非虚。1974 年的石油危机,令香港经济百业萧条,香港人经历了有史以来的大熊市,跌幅达 93%,其跌幅甚至大于华尔街 1929 年的股灾。当时的失业率高达 7.2%,政府为了应付恶劣的经济,于是开放了不少地区为小贩特卖区,今天我们看到的"女人街"和"马宝道"小贩云集,就是当年"救市"政策的结果。(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)

毫无疑问,1973 年的股灾与当时股市开放过急而制度未能配合有关,至于股民投资知识薄弱、易受小道消息影响,甚至迷信炒股可以发达的情况,也是股市波涛汹涌、急扬急挫的原因所在。风暴过后,投资者痛定思痛,再投资时变得谨慎理性;政府也亡羊补牢,迅即颁布新法例,堵塞制度漏洞;至于那些屹立不倒的企业,则成为股市复苏的领袖,并被视作香港经济的中流砥柱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十四章

企业并购与楼股整固

如果说20世纪60年代香港经济起飞时股票市场因过度封闭而未能发挥应有功能的话，那么说70年代初的市场因过度开放缺乏监察而引来巨大灾难似乎又颇令人惆怅。自经历过1973年的股灾和石油危机后，股票市场一片沉寂自然不在话下，但连带香港经济也显得疲不能兴的情况，则令人有点意想不到。在短短的一两年间，一些实力较弱的企业，股价下挫超过六七成，有些甚至多达八九成。就算是某些实力雄厚的企业，也因早前扩张过度或投资失误而陷入财政困窘，一时无法自拔。

虽然大市气氛差强人意，甚至有公司被逼关门大吉，但企业并购、重组的行动，则此起彼落、一浪接一浪。从1975年至1978年这短短的三四年间，据我们较为保守的估计，合共有超过35家企业卷入了不同形式的收购合并浪潮中，牵涉的资金数以百亿元，这是香港股票市场发展以来少见的“盛事”。通过这种企业间的合并与收购，香港的公司及金融制度日渐成熟，而股票市场也逐步从整固中恢复元气。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股市疲弱与并购风起

一场股灾不但令不少投资者损失惨重，企业因经营环境逆转而连年亏损的情况，也极为普遍。风暴虽然逼使个别经营欠佳的企业关门大吉，但对那些管理得当、经营有法的企业而言，却未尝不是另一种挑战。所谓“趁着雨大洗屋顶”，某些企业不但利用这个机会来精简架构、减低成本，更挑选一些股价低残而资产（尤其物业）丰厚的公司，伺机吸纳和收购，藉以优化自己的企业。

事实上，股票市场不但是企业筹集资金的重要渠道，同时也是企业合并、收购和重组的舞台，很多企业家便是藉着这个重要的金融平台，开疆辟土、扩张自己的企业王国。股灾过后，股市虽然一片沉寂，但是，那些目光如炬而实力雄厚的企业家们，已趁市道低迷、股价低残之时不动声色地吸纳具潜质的股份，为日后连串收购合并行动铺路。

正如上一章所谈，1975 年的股票市场虽然扭转了 1973 年大崩溃后软弱无力的局面，但买卖仍不太活跃，成交量更屡创新低，显示投资信心并没完全恢复。虽然整体投资气氛差强人意，但个别先知先觉的企业家，已先人一步地部署各项收购合并行动，引来了市场人士的注意。最先揭起收购风气的是老牌英资大行——太古洋行。1975 年 1 月中，太古洋行（Swire Pacific）率先发行 280 万股新股，换取大昌地产（Tai Cheung Properties）附属公司太古昌发展（Swire Cheung Development）1 050 万股股权，然后将该批股份转让太古地产（Swire Properties），而太古昌又发行新股 1 210 万股与太古地产，换取太古船坞第一期发展计划（即后来的太古城）50.0％股权，至于太古昌则将爱秩序湾（Aldrich Bay）东部的土地，以低价让与太古洋行。通过这种配股、换股及发行新股的游戏，小股东的股权自然被“摊薄”，而企业的实力则迅速地壮大起来。

同年 5 月，太古洋行又以港币 11 377 万元向太古轮船公司购入国泰投资（Cathy Holdings）31.25％股权。其次，该公司还向太古实业（Swire

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Industries)承购 25.25%国泰投资的股权，这样左手交右手的策略性收购，令太古洋行变成国泰投资的控股公司。值得注意的是，国泰投资控有国泰航空(Cathy Pacific Airways)和香港飞机工程(Hong Kong Aircrafts Engineering)的大部分股权，这项收购行动变相将这两家公司转为太古洋行的附属公司(《香港年鉴》,1976 年《金银证券月报》,1976 年 3 月)。

到了 12 月中，太古洋行再宣布与太古实业合并，条件为每 4 股面值 1 元之太古实业 A 股换 9 股面值 0.6 元新发行之太古洋行 A 股，另每股太古实业 A 股附加现金 0.5 元;B 股方面，每 4 股面值 0.2 元之太古实业 B 股换 9 股面值 0.12 元新发行之太古洋行 B 股，另每股太古实业 B 股附加现金 0.1 元。通过以上连串收购、合并行动，史怀雅家族(Swire family)对太古洋行的控制权更为巩固，而集团的实力也进一步膨胀起来。

作为英资集团龙头的怡和公司，当然也不会错过任何有利可图的机会。早在 1972 年，集团旗下置地公司吞并牛奶公司一役，已使一众投资者大开眼界(详见第一章)。到了 1975 年 4 月底，怡和公司宣布以每 117 股面值 6 元之怡和公司股票，换取 1 000 股面值 1 元仁孚行股票另加现金 150 元的价值，收购该汽车代理公司 75.0%的股权，令仁孚行变成怡公司的附属公司。俟后(5 月 5 日)，该公司又宣布以每 9 股面值 6 元之怡和公司股票，换取 10 股面值 5 元金门建筑股票的方式，收购金门建筑，并将该公司私有化。

在此，我们必须指出，仁孚行和金门建筑均有十分可观的营利前景和物业资产。举例说，金门建筑拥有的中环金门大厦(即现在的美国银行中心位置)，后来便以 7.15 亿元转售与旗下的置地公司，使怡和公司获利不菲。通过这些环环相扣的收购行动，怡和公司不但可以分散投资风险，也大大改善了集团的盈利前景。

正当太古集团和怡和公司南征北讨地扩张势力之时，同样为英资大行的和记企业，则因早前扩张过急而显得有点斯人独憔悴。该公司不但失去了攻城略地的战斗力，更因财政危机而被逼“贱价”出卖资产，直接削弱了本身的实力。事实上，面对沉重的财政危机，该公司除了在 1974 年出售其中一家附属公司——船务投资公司(Shipping & General Investments Limited)——的 71.4%股权外，又将另一家附属公司——亚洲投资公司(Asia Investment Limited)——的 75.0%股权转售西德财团。其次，集团另一附属公司——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

和记国际(Hutchison International Limited)的35.6%股权,又宣布售与南丰纺织联合(Nan Fung Textiles Consolidated)的建丰制衣投资(Kin Fung Garments & Investments),让建丰制衣全权控制了和丰企业。除此之外,和记企业本身又在无可奈何之下以1.5亿元出让33.7%股权与汇丰银行,为集团日后的主权易手埋下了伏线。

看到英资大行精骑四出地开疆辟土,一些新崛起而实力雄厚的华商精英同样磨刀霍霍,希望一展所长、分一杯羹。1975年5月,以冯景禧为首的新鸿基证券(Sun Hung Kai Securities),宣布以换股形式收购华昌建业(Wah Cheong Development)。俟后,新鸿基证券更借介绍形式在交易所迅速上市,避开了烦琐复杂的上市审批程序。再过数月,该公司又以换股形式,收购中同企业(Central Associated Investments),通过连串收购、上市、再收购的行动,新鸿基证券的实力也迅速地壮大起来。

太古集团、怡和公司和新鸿基证券等的不断征战,自然吸引了其他公司的仿效,其中又以一家与新鸿基证券有深厚渊源的企业,最为成功,这家公司便是新鸿基地产(Sun Hung Kai Holdings)。同年7月,新鸿基地产宣布以每股现金1.4元的价值,全面收购威胜发展(Wayson Development),使威胜发展变成新鸿基地产的全资附属公司,壮大集团的力量。

在此,我们必须指出,除了上述个案外,当时还有其他不同规模的并购行动。但是,由于某些事件发生在香港境外(如英国、美国、新加坡和菲律宾等国家),另一些则因条件谈不拢而失败告终(如香港电灯建议收购中华煤气),我们不作深入讨论了。其次,我们还注意到,在收购合并风潮初起之时,证监处曾在1975年8月18日宣布通过《公司收购及合并守则》(*The Code on Takeovers and Mergers*),希望为企业并购立下基本守则。根据守则,一家公司计划收购另一公司时,需要刊发收购建议书之类的文件,并将文件送呈双方公司的股东,以备省览。其次,如果收购超过五成股权时,必须向其他股东提出全面收购。可惜,由于该套守则不具法律效力,多少给人"无牙老虎"的感觉。

综观1976年的股市,除年初承接1975年的升势而略有表现外,其他时间可谓乏善足陈,股价全年均是"打横行"的整固格局,上落不大。1月份,受英、美等国减息影响,投资者曾一度雄心万丈,恒生指数也由年头的350.00

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

点上升至423.50点。2月份,股市基调仍好,并反复上升至3月17日的465.33点。3月17日过后,恒生指数又掉头向下,一直跌至5月24日的低点(364.64点)。6月份,股市虽略为回升,但升幅不大。月底,恒生指数报收412.08点。下半年,股市气氛更显沉闷呆滞,整整6个月内,恒生指数上下波幅不出40点,股市淡静情况,可想而知。该年,恒生指数以447.67点收市,四会总成交量为131.56亿元(Hong Kong Stock Exchange Limited,1977;《香港年鉴》,1977年)。

虽然股市气氛十分疲弱,但收购合并之声始终不绝于耳,而一向熟知股市运作的英资财团,则仍是市场的焦点。年初,市场已预测怡和公司仍会保持去年进取的策略,四出收购一些潜质优厚的企业。事实也是如此,该年年初,怡和公司宣布以每股1元之价值收购印华轮船有限公司(Indo-China Navigation),并将该轮船公司私有化。其次,怡和公司又宣布以现金每股100元的价值,全面收购隆德保险,借以壮大集团的力量。除此以外,公司旗下的置地公司,又筹划收购会德丰,可惜行动因双方没法达成协议而告吹。

仍受债务缠扰的和记公司,在新任大班韦理(B. Wyllie)的统领下,实行了大刀阔斧的整顿和改革。除了精简公司架构、减少多余开支外,韦理又不惜动用剩余的财政实力,收购一些盈利前景理想的企业,借以巩固企业的发展前景。举例说,在9月24日,和记企业便宣布以每股0.65元的价格收购6 040 000股模汉置地(Monhan Properties),使公司的持股量由原初的15.0%增加至27.98%。其次,韦理又宣布以每股3.3元的价格收购附属的和记金融,并将和记金融私有化。除此以外,和记企业又在10月底宣布正与会德丰商讨合并,希望进一步壮大公司的实力。可惜,由于当时的会德丰与置地公司之间又有收购商讨,合并计划最后无疾而终。

会德丰的合并计划虽然泡汤,但一直有"公司医生"称号的韦理,却一点不松懈,至于他那积极进取,并想借收购、合并的金融财技摆脱和记企业弱势的意图,则十分明显。事实上,韦理这种以战养战的市场策略,正是日后和记黄埔诞生的重要原因所在。

除了怡和公司及和记公司外,太古洋行也不示弱。4月份,史怀雅家族宣布向铁行公司(P & O Steam Navigation)收购该公司拥有的15 656股国泰投资股票,使太古洋行持有的国泰投资股权增加至87.5%。而另一家名

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不经传的英资公司——宝获得(Bowater Hong Kong Limited)——也在6月份宣布两项收购行动。其一是以每股1.95元全面收购国泰证券(Cathy Securities)股权,其二是以每股0.88元的价格收购印尼联合企业。到了12月份,另一家老牌公司于仁企业(Union Holdings)也宣布以每股1.63元现金价格,收购International Consolidated Investment。英资大行趁股票市场气氛低低沉沉之时大举扩张、提升实力的情况,十分明显。

逐渐掌握股票市场运作的华资企业,这时也特别活跃,除了积极重整自己的业务外,也迅速加入了收购合并的行列。1月中,华人置业(Chinese Estate)宣布收购中华娱乐50.0%股权,将后者变成前者的附属公司。6月,维达航业(Grand Marine Holdings)以每2 000股保荣航业(Godown Marine & Industries)获派现金5 200元(即每股2.6元)的价格,收购保荣航业。

到了下半年,华资企业的收购风气仍盛。7月中,新昌集团(Hsin Chong Holdings)宣布以每900股(面值1元)新昌股份换取2 000股同样面值的高富置业(Goldfield Realty),全面收购高富。9月初,新鸿基地产宣布以每股现金0.68元的价值,收购国大地产(Nationwide Properties)。到了10月份,新世界发展宣布收购启德置业(Kai Tai Land)47.43%股权,双方协议1股启德置业换取1股新世界股份,或换取现金,价格则为每股1.50元。其次,南联实业(Winsor Industrial Corporation)也宣布以每9股南联实业股票换取10股南联和记(Hilwin Holdings)的方式收购南联和记。11月中,庄士集团也宣布合并庄士发展,整合家族的实力。可以这样说,这年是1973年股灾后收购合并最活跃的一年。

1977年的股市与1976年的股市差不了多少,全年同样是整固为主,起伏有限。承接1976年的呆滞气氛,1977年初恒生指数以447.67点开出,最高上升至451.00点,之后反复下滑至3月14日的413.50点。3月中旬后,市场曾经一度出现技术性反弹,并缓缓上升。俟后,市场再受汇丰银行宣布调低利息的影响,股市略为上升至5月11日的452.17点。下半年,由于市场没有什么利好消息,恒生指数只在410点至440点之间来回,波动极窄。年底,恒生指数甚至扭转过往“年底必升”的“定律”,由11月3日的436.84点下滑至全年收市低点404.02点。至于四会全年的总成交额,也大幅萎缩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

至只有61.27亿元(Hong Kong Stock Exchange Limited, 1978;《香港年鉴》,1978)。

踏入1977年,收购行动虽然没有上一年那么频密,但也不乏轰动市场之举。该年的2月23日,大昌地产(Tai Cheung Properties)宣布收购华利企业(Y. Lee Enterprises),并将华利企业私有化。4月4日,长江实业宣布以每股12.45元之价格,购入10 479 088股永高公司的股权,该公司控制的其中一个物业——皇后大道中1号希尔顿酒店地皮,正是今日长江中心——长江集团总部——的位置所在。

到了5月份,安达臣建筑(Anderson Construction)宣布收购大亚石业(Asia Stone)。至于永泰建业(Wing Tai Development)则宣布与兆和建业(Siu Woo Development)合并。6月初,经过连串整顿改革后,和记企业终于摆脱财政上的困局,并宣布与黄埔船坞合并,新公司名为和记黄埔公司(Hutchison Whampoa Limited),成为今日香港其中一家举足轻重的大型跨国综合企业。与此同时,金阁酒店(Palace Hotel)宣布收购金阁发展(Kamcourt Development),整合企业实力。

到了下半年,收购活动虽然没有上半年活跃,但也有三项较为重大的举动。其一是7月22日的香港物业(Hong Kong Properties)收购梅真尼工业(Murjani Industries)事件;其二是9月份的大新公司收购美丰纤维(Mei Fung Fiber Industrial Limited)事件;其三则是10月20日的太古地产收购大利企业(Consolidated Properties & Stores)事件。

从恒生指数的走势来看,经过一轮整固后,1978年的股市已原则上扭转了过往的弱势。承接1977年年底的下跌浪潮,1978年初的股市曾经由404.02点持续下滑至1月13日的383.44点。之后,股市受到各大公司盈利理想、派息慷慨和收购不绝等消息刺激而陆续上升至5月1日的461.83点、7月7日的581.83点及9月4日的707.79点。与1月13日的全年低点比较,恒生指数上升了接近六成。稍后,由于投资者获利回吐,恒生指数下跌至10月5日的602.28点。稍作调整后,股市又上升至10月30日的688.32点。踏入11月,恒生指数在利息上升、金价急跌及政府卖地欠理想等因素的打击下急速下泻至11月20日的468.46点。年底,指数虽然略有回升,但仍无法收复失地。该年,恒生指数以495.00点收市,而四会总成交额则为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

274.19亿元。以成交量计，1978年的交投量颇为活跃，全年较1977年增加了3倍多(Hong Kong Stock Exchange Limited，1979;《香港年鉴》,1979)。

由于股市扭转弱势，收购合并之风也略为收敛。这年，合共出现了五项较有规模的收购举动，三项在5月份，一项在9月份，另一项则在12月份。1978年5月15日，怡和公司的旗舰——置地公司，宣布以每股40元的价格收购城市酒店余下的47.4%股权，收购行动使城市酒店变成了置地公司的附属机构。与此同时，怡和公司也宣布收购怡和实业(Jardine Industries)，整合集团的力量。至于志正国际(Jack Chia International)也在该月宣布以每股1元的价格，收购保星旅业(Apollo Tours & Travels)，借以优化企业实力。

到了9月14日，兆安隆发展(Siu On Loong Development)宣布收购美迪臣证券(Madison Securities)70.0%的股权。至于鹰君地产则在同年12月份宣布以每股7.5元的价格，收购瑞胜公司(Shui Shing Company Limited)旗下金牡置业(Golden Stag Investment)，提升企业的综合竞争力。

从上文所谈到的连串企业收购合并浪潮中，我们可以清楚地看到资本主义社会大鱼吃小鱼的弱肉强食、适者生存“定律”。经过1973年、1974年及1975年初的急跌后，股票市场虽然仍是极为虚弱，但小部分实力强大而经营得法的企业，则趁着这个“人退我进、人弃我取”的“执平货”机会，积极扩张业务。对于很多企业家而言，收购合并正是他们壮大企业的最佳捷径。所谓“优胜劣败、强者为王”，很多今时今日举足轻重的跨国企业，便是在那个大浪淘沙的年代击败对手，逐步壮大起来的。

楼市整固与发展新界

在讨论这时期股票市场的波谲云诡时，我们有必要谈谈战后物业楼宇市场的发展情况。正如第二章中谈到，香港开埠以后，土地一直掌握在英商巨贾手中。由于香港地少山多，人口不断膨胀，居住密度极高，楼宇(房屋)市场更一直出现结构性供不应求局面，使楼价居高不下。轩尼诗管治时代

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的华资商人，曾经因香港大地主（英商巨贾）刻意放出手上土地而争先恐后地进行收购，甚至令楼市一度出现炒作性泡沫。可惜，到泡沫爆破后，物业价格急跌，很多华资商人因而蒙受巨大的损失。

香港沦陷前，港岛重要商业中心区的地皮，绝大多数均掌握在英资商人手中。对香港社会颇有研究的冯邦彦，便对英资大行控制香港地产的情况，有相当概括的描述：

> （战前）香港的房地产市场，英资财团因为拥有大量廉价土地仍占有了无可比拟的优势，如怡和洋行及置地公司，就拥有中环金融商业区大批贵重商厦及铜锣湾“渣甸仓”大批土地；太古洋行拥有鱼涌至西湾河的太古船坞、太古糖厂一系列工人宿舍及英皇道以南太古山谷庞大土地储备；黄埔船坞公司则拥有红磡黄埔船坞、香港仔船坞及附近大片土地……（冯邦彦，1997：181）

就算是港岛商业中心外围的地皮如浅水湾、香港仔、薄扶林道一带等，华人持有的土地也不多。由于华人可掌握的土地不足，楼宇供应十分有限，至于楼宇的素质，也极为参差。一般市民居住的房屋，不是设施不足、卫生条件欠佳，便是残破不堪，居住密度极高。

面对这个尺土寸金、楼宇供应失衡的局面，普罗市民只能在极其拥挤的环境下生活。七八十年代粤语长片中一屋数伙（家）、一伙数人挤在一个数百尺破旧单位内受尽“包租婆”白眼的画面，正是那年代香港居住环境恶劣的最佳写照。至于那些负担不起昂贵租金的居民，则只能在郊野的山坡丛林间搭起木屋（或铁皮屋），暂作栖身，难怪当时很多居民均将自己比作“无壳蜗牛”，生活质素极差（梁美仪，1999）。

看到当时居民住屋极为殷切的情况，那些目光如炬而新冒起的华资企业家如霍英东、廖宝珊和彭国珍等，便先后加入了地产发展的行列。据冯邦彦的分析，由于房契限制，战前楼宇的买卖一直是整幢为主。这种交易方法，对于那些财雄势大的企业或家族而言，问题或者不大，但对于那些战后到港而财力有限的家庭或企业而言，自然难以负担。为了克服这种障碍，懂得灵活变通的企业家便想出各种方法，其中又以“分层售楼法”和“分期供款

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

法”最受欢迎。所谓“分层售楼法”，即是将整幢大厦“化整为零”，分成不同楼层及单位出售；而“分期供款法”则是在付出首期定金外，余款分若干年期按月按额供款（冯邦彦，1997 & 2001）。这样，买楼置业便不用一下子动用大笔资金，一般稍有积蓄的中、上家庭，也能负担得起了。

在讲述早期地产业发展这项重大突破时，身为“分层售楼法”倡导人并兼任地产协会主席的霍英东便这样说：

> 战前经营地产者，大都以置业为主。战后初期经营地产者，以整栋买卖为主。直至 1953 年香港实行分层售楼办法后，地产业才蓬勃地发展起来。世界各地也实行了本港分层出售后分期付款的办法。因此，香港的地产业、工业、旅游业等，成为支持香港经济的三大支柱。到了 1972 年 5 月，首间华资地产公司（嘉年地产）上市后，其他地产公司亦陆续上市，并吸收了大量公众资金而无需再向银行贷款，使地产业的发展达到一个新的里程碑，这对社会繁荣有着重大的贡献。（《星岛日报》，1975 年 11 月 19 日）

霍英东的话不但让我们看到地产业的重大发展历程，也说明了股票市场和物业市场之间的一些重要关系。从第十一章至第十三章中，我们可以看到股票市场开放与 70 年代楼宇市场发展蓬勃之间的一些关系。众所周知，物业地产虽然利润丰厚，但发展项目牵涉的资金也极为庞大。从地皮、建筑材料、工资，到工程监督等的开支上，均为数不小。单凭一己（或单一公司）的财力，颇难应付，就算勉强为之，也只能是“一件起、两件止”。

还有一点值得注意，物业地产的投资期一般较长，风险十分高。如果只依赖银行或财团贷款，利息高企不在话下，若遇到难以预计的风险或差错时，银行往往会在“落雨收柴”的情况下迅即追讨贷款（call loan），使企业陷入难以自拔的致命困局。上市集资，利用公众金钱来开拓大型投资项目，不但能免却资金短绌的困扰，还能减去利息开支、摊分风险，两者间的配合，可谓如鱼得水、十分理想。正因为上市集资与地产发展之间有着如此微妙而互补的关系，很多地产发展公司才能在 70 年代迅速崛兴起来（参阅第十一章）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

事实上，自60年代起，华资企业参与地产发展的比例，已明显增加了。从英资财团手中买入优质地皮的个案，也大幅提高了（冯邦彦，2001）。到了70年代，华资地产集团如长江实业、新世界发展、新鸿基地产、廖创兴企业、信和地产、恒隆发展、合和实业、嘉年地产、大昌地产、永泰建业和鹰君地产等企业，已享负盛名。至于他们频频从英资财团手中买入地皮发展物业的举动，更成为传媒焦点，引起当时社会的广泛讨论（《金银证券月报》，1975～1978）。

70年代起，随着经济的急速起飞，各种各样的问题也应运而生。在众多问题中，房屋问题最为盘根错节，也最难解决。针对港岛及九龙半岛土地供应不足、人口居住密度极高的格局，港督会同行政局在1972年10月通过一项决议，决定开展一个庞大的所谓“十年建屋计划”，而计划的核心部分，则是希望将部分过度集中的人口及工业，向地价低廉而土地供应充裕的新界地区迁移，借以舒缓市中心的居住、教育、交通和就业等压力，而发展自给自足的“新市镇”概念，便是在这样的背景下产生的（香港政府拓展署，1993）。

早在六七十年代，港府因应观塘区已有基本设施及大量人口居住而刻意发展该区。除了划分工业区、兴建廉租屋和徙置区外，又大举铺建道路网络，并支持地下铁路向该区延伸，使观塘区成功地发展成一个自给自足、四通八达的社区。吸取了观塘区的经验，港府这时计划再在新界地区建立多个“卫星城市”（即“新市镇”），目的正是希望借着这些“新市镇”来解决香港的住屋问题，从而提升香港经济的综合竞争力，至于沙田、荃湾和屯门等地区，便在70年代初被列为主要的发展试点（何佩然，2004）。

在发展“新市镇”政策的带动下，很多地产商也将发展目标转移到新界。正如《星岛晚报》所说：“此间地产商目前正力图将发展矛头指向新界旺地，这是地产物业市场的新特点”（《星岛晚报》，1975年8月16日）。但是，发展新界与发展港岛和九龙又有很大差别。港岛、九龙地少人稠，地皮价值不菲，动用资金庞大，发展项目则多为商业大厦，而面积则较细，一幢起两幢止是十分常见的，而楼宇的高度和密度，也一般较高。新界则不同，新界地大人稀，地皮供应充裕，价格低廉，较大笔的资金已可发展大型屋邨，而发展项目多为住宅，兴建十数幢至数十幢的大型屋邨是十分平常的，至于楼宇的高度和密度，则相对较低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

自70年代起，市民的住屋需求已显得特别殷切，每遇有新楼盘发售时，街道上必出现长长的“人龙”(即传媒所形容的“排队党”)。这种奇特的现象，一方面反映人口及购买力的提升，另一方面则是社会风气、交通网络及生活素质的转变。《星岛晚报》所载的一篇评论文章，多少说出了问题的核心。

> 战后的香港人口，由50多万人增加至420多万人。大部分战后出生的香港居民，已超过100万人。目前他们正值适婚年龄，他们所需要的，是一个平价住宅作为新家庭。如果政府能供应廉价土地，由地产商投资兴建一些400至500平方尺的小单位，再分12年付款，每万元月供125元左右，这比租屋更为划算，相信普罗大众将会大表欢迎。(《星岛晚报》,1975年11月9日)

正因为社会环境转变而市场对中、小型单位有庞大需求，脑筋灵活的企业家乃再各出奇谋，乘着政府拓展新界之机，在“新市镇”内大量兴建中、小型单位。对于华资企业斥巨资配合政府政策发展“新市镇”的行动，《星岛日报》甚表赞同。该报的一则专题报道，正好精简地勾勒出香港地少山多而新界土地资源未能有效利用的重点所在。

> (未来)20年内，香港可以发展的土地依然缺乏。港岛高山多过(于)平地，九龙虽然有平地，但却被狮子山挡着；新界平地很多，可惜交通不太方便……由于市区可供发展的地皮愈来愈少，填海取地也不是一件易事。因此，在新界兴建新的卫星城市，看来是解决土地(短缺)问题的一个办法。(《星岛日报》,1976年1月7日)。

事实上，华资企业大举开发“新市镇”的行动，或者与他们市区土地储备没有英资企业那么多有关。正如上述，英资企业早已在各重要商业中心区拥有大批优质地皮，他们要在市中心发展已来不及，要他们跑到新界那些“穷乡僻壤”作“开荒牛”，当然兴趣不大。英资企业无暇他顾的情况，反而令他们失去了发展新界的主动权，也为华资企业的进一步壮大造就了有利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

条件。

从种种迹象中显示，从1975年下半年起，一直被称作各行各业之母的地产建筑业已开始复苏，楼宇买卖也渐趋活跃（谢全就，1979）。不但建筑工人日见短缺，“排队买楼”的现象也再现街头。有报刊这样描述：

> 近日出现一种新趋势，很多青年男女都希望结婚后自购楼宇，组织家庭，一来本身资格未能达到申请“公屋”（由政府提供的廉价公共房屋）的条件，二来租用或与别人分租房屋又不是上策，所以使到住宅楼宇中的中、小型单位出售时，甚为抢手。（《金银证券月报》，1977年2月：14）

除了“抢工人、抢楼盘”外，政府官地拍卖时也屡屡出现“抢地皮”的现象。就以官地拍卖时竞投气氛为例，每有新地皮推出，地产商的竞投便十分炽烈，拍卖价往往高出底价数成，甚至数倍（《金银证券月报》，1977年2月）。从1974年至1978年的官地拍卖数据中，我们也可以看到地产商“抢地皮”的一鳞半爪。1972年，政府总共拿了19.06万平方尺土地出来拍卖，获得收益0.3亿元。之后，受到股市及经济急速萎缩的影响，土地拍卖几乎断绝。在1973年至1974年的两年内，政府总共只卖出0.19万平方尺的土地，收益只有0.008亿元而已。1975年下半年，在地产业复苏概念的刺激下，拍卖地皮的总面积迅速上升至37.66万平方尺，而总拍卖价则高达0.5亿元。到了1976年，拍卖地皮总面积再上升至54.36万平方尺，总拍卖价则高达4.4亿元。1977年，拍卖地皮数目再创新高，总面积达93.36万平方尺，而拍卖总价则为10.0亿元。到了1978年，地皮升值更为明显。该年拍卖地皮的总面积虽略为下降至68.41万平方尺，但总拍卖价则飙升至29.2亿元（表14.1）。

虽然每次土地拍卖的价值，很受地段的地理位置（如市区、郊区或工业区）、交通网络和建筑用途等影响，但是，从当时无论商业用地、工业用地，还是住宅用地均卖个“满堂红”的现象来看，地产建筑业复苏已明显不过了。事实上，很多地产商早已察觉市场气氛的转变，并频频在大小土地拍卖场合露面，希望搜购“心水”地皮。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 14.1 1974 年～1978 年间政府土地拍卖摘录

相关资料	1973 年	1973 年	1974 年	1975 年	1976 年	1977 年	1978 年
拍卖数量(幅)	—	—	—	26	37	45	41
拍卖面积(万平方尺)	19.06	0.108	0.081	37.66	54.36	93.36	68.41
拍卖总值(亿元)	0.3	0.005 8	0.002 7	0.5	4.4	10.0	29.2

资料来源:《金银证券月报》,1976～1977;《香港年鉴》,1976～1978

从 1975 年下半年起,各大地产公司均有"大动作",而且一次比一次明显,也一次比一次"大阵仗"(大规模)。举例说,1975 年 11 月 5 日,由四大新崛起华资企业——永泰置业的李兆基、新鸿基的郭得胜、新世界的郑裕彤和长江实业的李嘉诚——组成的百得置业,以 2 060 万元成功投得沙田小沥源地段第一号 40 英亩的土地。之后,该公司又与政府达成协议,由百得置业自资填海(海面现已缩窄成一条河了),沿该地段位置往城门河边伸展,填河约 600 万平方尺,当中约 170 万平方尺归该公司所有,余下的部分则辟作公共用地。结果,该地段便由一个荒凉的乡村发展成日后熙来攘往的沙田第一城(《星岛日报》,1975 年 11 月 6 日)。与此同时,一向稳扎稳打的史怀雅家族也在该年宣布在鲗鱼涌太古船坞的旧址兴建大型住宅项目,该项目便是日后的港岛名牌屋村——太古城。

至于一向被视作地产业龙头的香港置地公司,在 1976 年 9 月 7 日宣布收购位于德辅道中的铁行大厦,增加企业的地产投资项目。该大厦楼面面积约有 10 万平方尺,其中 4 000 平方尺为商铺。虽然集团没有透露售价,但两年后(1978 年 8 月 25 日)当置地公司再将该物业转售新鸿基证券时,却不经意地表示在一买一卖间获利不薄。其次,一直对香港地产业情有独钟的新鸿基地产,也在此时宣布以现金 4 200 万元向置地公司购入 3 个住宅物业,加大地产业的发展力度。该批物业的地点分别是:(一) 大潭道龟背湾一处共有 20 间房屋的别墅;(二) 拥有 48 个单位的清水湾第二期住宅工程;(三) 广播道一座拥有 44 个单位的大厦(《金银证券月报》,1978 年 8 月、9 月)。除此之外,长江实业又伙同新鸿基和新世界发展,组成铁三角,斥资 1.2亿元收购湾仔英美烟草公司旧址,合作建成伊利沙伯大厦和洛克大厦(冯邦彦,2001)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1977年可说是香港地产业经历股灾后最为旺盛的一年。在这年的1月份,地铁公司宣布将中环站和金钟站地铁上盖物业公开竞投。由于两个地皮均属黄金地段的中心地带,很多企业都参与了竞投,财雄势大的香港置地公司,更一直被视作"大热"。但是,结果"大热倒灶",李嘉诚以"黑马"姿势跑出,一举夺得这两个地皮的发展权。该等物业即日后的中环环球大厦及金钟的海富中心(《香港年鉴》,1978)。

同年,恒隆发展及合和实业共同宣布组成财团,并成功投得九龙湾地铁上盖物业。该物业日后发展成拥有41幢住宅共5 000多单位的德福花园。与此同时,恒隆发展又以2亿元购入九龙湾淘大酱油厂的地皮,着手兴建淘大花园,该物业日后为集团带来了可观的回报。同年年底,合并不久的和记黄埔宣布斥资8亿元将香港仔船坞的地皮发展为香港仔中心,行动进一步说明香港的地产业已极为旺盛了。

踏入1978年,地产业仍然热火烘烘。该年,华光地产先后大举买入地产物业。其一是以2 700万元向Andover Investment Limited购入香港皇后大道中84号的励精大厦(Regent House),其二是以5 600万元向太古地产购入湾仔的杜老志大厦(Tonnochy Towers)。而鹰君地产则以2.2亿元投得湾仔港湾道地皮,筹划兴建鹰君中心。与此同时,置地公司又以7.15亿元购入中环的金门大厦(Gammon House),该大厦计有42.5万平方尺,1年多后置地以9.98亿元售与佳宁集团,一转手间赚取了接近2亿元的巨大利润。除此之外,长江实业则以3.5亿元投得尖沙咀东部内地段第10598号约44万平方尺的地皮,计划兴建酒店。明显地,自1975年下半年地产业逐步复苏至1978年日见畅旺,市场的投资信心已全面恢复。至于部分大型地产项目,也充分掌握了当时地产市场复苏的势头而纷纷上马。

综合而言,经过1973年及1974年的大跌市后,1975年的股市和地产终于止跌回升。之后,再经1976年及1977年的不断整固,投资者的信心才真正恢复。踏入1978年,一方面是受香港本土经济畅旺的带动,另一方面则是受中国及世界局势稳定的外围因素影响,股票市场和物业市场均重拾升轨、节节上升。事实上,自地产市场在1975年底起再现生机开始,市场对资金的需求已愈见殷切,至于股票市场的顺利转势,恰如久旱甘露般滋润了地产业,并使香港经济欣欣向荣,各行各业生机勃勃。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股市复苏与改革开放

1978年可说是中国现代史上其中一个极为关键的年头。这一年的12月16日，经过漫长接触和商讨后，中、美两国终于同时宣布从1979年1月1日起建立正常外交关系，并从3月1日起双方互派大使，在双方首都建立大使馆，结束了自1949年北京政权成立以来，中、美两国外交上长达30年的不正常关系。两日后的12月18日，中共中央第十一届三中全会在北京召开。会上一致议决结束“文化大革命”以来的政治运动，并订立了经济体制改革的方向。也即是说，从此时起，中华人民共和国终于义无反顾地向世界宣布，放弃过往的“闭关锁国”政策，实行“开放改革”。以上两项重大政策，不但改变了亿万中国人民的命运，连带美国及世界各国人民的生活，也受到很大的影响。同样地，香港的经济及政治气候也出现了巨大而微妙的转变。

由于香港一直扮演着沟通中国与世界的所谓“中介人”角色，中国政府的开放政策和中、美两国的建交，自然吸引了很多对中国经济前景有信心的外商到来“落脚”，希望利用香港与中国的种种联系，协助他们打开拥有超过10亿人口的庞大市场。至于大陆的公、私营企业，也陆续南下香港设立据点，希望借着香港与西方世界接触的有利位置，加强与世界各国的经贸往来。对于中国开放改革及中、美两国正式建交所带来的政治、社会及经济各方面的影响，1978年12月份的《金银证券月报》内的一篇文章，说得颇为透彻。该文这样说：

> ……中国大陆差不多有10亿人而美国则有2亿多人，两大民族建立起正常友谊，即是说有多达12亿人民携手合作，互相来往，这对整个世界今后的政治和经济发展，一定会产生历史性的冲击……中、美建交将令本港的地位更加稳定……由于中国大陆的海港和码头设备，两三年内尚未能配合现代国际贸易的需要，所以短期内会借助本港的标准海港码头设备。此外，由于中国需要从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

美国输入大量科技（包括专家人才），则本港将来必成为这些专家人才穿梭往来的必经之地，本港的旅游及酒店业需求必再掀起另一高潮。由于美国极想开辟大陆市场，必然会在本港开设贸易分行或银行办事处，因为本港已日渐成为世界的金融中心，有妥善的金融制度，异常吸引的低税率，良好的银行服务，先进的通讯系统，更难得的是毫无管制的外汇制度……美国为着加强对大陆的输出，会在本港设厂加工，对本港的劳工需求更加有利……假如中国的“现代化”（改革开放）计划能迅速见效……大陆人民对本港消费品的需求，也将大量增加……总而言之，中、美建交对本港经济来说是极为有利的。（《金银证券月报》，1978 年 12 月：12～13）

正因为外资陆续流入香港，香港的经济及股票市场也迅速兴旺起来。就以股市为例，1979 年年初，恒生指数以 495.00 点开出，辗转上升至 2 月 5 日的 568.90 点。之后，受“两伊”（伊朗及伊拉克）战争及中、越边界冲突等外围因素影响，股市曾急速下降至 2 月 23 日的 506.60 点。3 月份起，因各大公司陆续公布业绩和派发红利，股市再度变得活跃，并反复上升至 5 月 21 日的 568.64 点。6 月份，受到国际石油供应锐减、油价急升问题的困扰，恒生指数又略为回吐，但幅度不大，该月月底，恒生指数报收 539.32 点。

到了下半年，虽然香港、中国及世界局势仍没多大转变，但股市却在收购合并等利好消息刺激下交投活跃，指数也由 539.32 点急速上升至 8 月 13 日的 625.78 点。之后，又上下整固，并略为回落至 8 月 24 日的 572.71 点。经过 8 月中至 9 月初的消化后，9 月中起，受到长江实业从汇丰手中购入和记黄埔股权消息影响（详见下一章），恒生指数再调头向上，并上升至 10 月 3 日的 685.88 点。俟后，受到政府卖地屡创新高的刺激，11 月及 12 月份的股市气氛更为高涨，指数屡创新高。11 月底，恒生指数报收 762.45 点，到 12 月更攀升至 879.38 点。可以这样说，1979 年全年均属“大涨小回、反复向上”的格局。以指数计，1979 年较 1978 年上升了接近八成。成交量方面，四会总成交量计有 256.33 亿元，较 1978 年微跌 6.6%（Hong Kong Stock Exchange Limited，1980；《香港年鉴》，1980）。

正如上一节中谈到，踏入 1978 年，香港的股票市场基本上已扭转了股灾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

后的颓势，并在大涨小回的格局中反复上升。事实上，从那时起，在中国“四个现代化”的开放改革政策带动下，香港的政治环境变得更为稳定，至于西方世界乘中国“门户大开”之势，急欲打开中国庞大市场大门的情况，也直接刺激起香港的经济发展，使香港沟通中西、联系世界的角色更为突出。从历史的角度上看，当中国内地遇到困难或灾难时，香港可以输财出力、疏通内外，助祖国排难解困；当中国整装待发、希望全力向外开拓时，香港同样可以借着本身联结中西的优势，为国家穿针引线，铺桥搭路。正因为香港地位特殊，她在中国近代史上的位置，也一直是其他沿海城市所不能取代的。

结　　语

1973 年股灾后的一段风雨飘摇日子，可说是汰弱留强、考验实力的时期。在一个讲求现实的资本主义社会，那些经营不得其法的企业，不是被逼关门大吉，便是落得遭人吞并的下场；至于那些经营得法的企业，则在风暴洗礼下迅速壮大，并逐步扩张业务，使企业发展成以港为基的庞大跨国集团。

70 年代末既是香港股票市场走出谷底、转弱为强的时期，同时也是中国内地摆脱封闭、走向开放的关键时刻。凭借着本身行之有效的金融及公司制度，加上联系中外、沟通东西的资讯及贸易网络，香港再次在中国的历史性发展时刻，发挥了本身无可替代的重要角色，为祖国的繁荣和富强作出贡献，并将本身的经济和社会发展，推向另一高峰。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十五章

华洋对阵与中英谈判

1979年3月底，麦理浩趁中国改革开放政策刚刚落实之际，应邀访问北京，并掀起了中、英两国有关香港主权问题谈判的序幕。事实上，由于奉行社会主义的中国内地改变了过往的闭关政策，全面向外开放，并计划按部就班地收回香港及澳门的主权，使两岸三地社会出现了一场前所未见的巨大蜕变。在这场主权转移的政治谈判过程中，中、英两国自然为着各自的国家利益而据理力争，不同资本背景的企业也因对香港前途问题看法迥异而互有进退。

如果说中、英双方在谈判桌上的暗中较劲不易为外人所见，则华洋企业在股票市场里的你争我夺却是清清楚楚，相信不会有太多人反对。就在中、英双方以谈判方式处理香港前途问题的历史时刻，股票市场内也风起云涌、波浪滔滔。在深入探讨不同资本背景的企业在股票市场互相竞夺，以及中、英两国的政治谈判过程如何影响香港社会的发展之前，让我们先交代一下70年代末、80年代初香港的社会及经济发展状况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

石油危机再现与企业北望神州

1978年年底，一直被视作是20世纪火药库的中东，又再爆发战争，而这次牵涉的则是两个共同信奉伊斯兰的国家。自伊朗爆发伊斯兰革命(Islamic Revolution)后，伊朗与伊拉克(“两伊”)便因宗教支派及领土纠纷问题而兵戎相见。由于“两伊”均为重要的石油输出国，战事使国际石油供应由原本的每天580万桶急跌至每日100万桶，而油价则因供不应求而迅速飙升(董瑞麟，1984)。

作为一个正逐步摆脱大衰退的开放型自由经济体系，石油危机的悄然而至，再次引起了社会的极大关注。言犹在耳，以壳牌石油公司为首的本港六大石油供应商马上宣布在1979年4月23日增加油价，增幅为18.6%。其后的1979年7月16日及1980年1月15日，又再作出两次大幅度的提价，比率分别为15.5%及40.0%(《星岛日报》，1979年4月24日；7月17日；1980年1月16日)。增幅之大、速度之急，着实使人吃惊。

吸收了上一次石油危机的教训，港府迅即作出反应，并在1979年5月9日的立法局会议上通过了《1979年石油(节省及管制)条例》[*Oil (Conservation and Control) Ordinance*, 1979]，限制电灯广告照明、陈列品等的开放时间，希望以行政手段舒缓能源危机的压力(The Hong Kong Government Gazette, 1979)。新政策虽然令一些依赖石油或灯光照明行业如交通运输、酒楼娱乐等大受影响，但在“顾全大局”的前提下又显得无可奈何。

正当油价急涨而各行各业叫苦不迭的时候，一些先知先觉的企业家，已趁中国政府开放改革的大好时机进军内地市场，希望先人一步地开拓中国庞大的市场。所谓“春江水暖鸭先知”，其中一位率先与中央领导人建立联系的港商乃航运业巨子包玉刚。1978年11月，在姨表兄卢绪章(当时中国经贸部部长)的安排下，包氏秘密飞抵北京，与刚复出的国家领导人邓小平会面，了解中国未来发展的方向。据说自从该次会面后，包玉刚大大地加强

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了自己对香港前途的信心(冷夏,1995)。

俟后,陆续有大、中、小型企业涌到内地——尤其广东省——投资设厂。举例说,一直与内地关系密切的港商霍英东便在1979年4月与中方签约,计划在广州白天鹅潭畔兴建一家五星级大酒店——广州白天鹅酒店。与此同时,以利铭泽为首的香港社会精英,也在同年7月与广州岭南置业签约,携手兴建另一家五星级酒店——广州花园酒店。至于由胡应湘牵头的另一批港资财团,则与羊城服务公司合作,共同兴建另一家名闻中外的五星级酒店——中国大酒店。三家酒店日后变成了粤、港合资企业的重要楷模(《南方网》,2004年8月12日)。

面对中国亟待开拓的庞大市场,金融证券界也垂涎欲滴。首家成功打破传统框框,并在北京设立办事处的香港证券公司,是由冯景禧牵头的新鸿基证券。该公司在1979年3月16日正式在北京注册,引来证券界人士颇大注意。事实上,自有港商成功走出第一步后,其他港商也相继模仿,将投资网络向内地扩散,希望寻找更大商机。

当愈来愈多港资企业回流内地发展时,国内一些半官方大型企业也相继涌到香港,一方面希望吸取香港企业经营的经验,协助内地经济改革,另一方面则希望利用香港国际金融中心的地位和网络,提升国内企业的竞争力。改革开放初期,为了更有效推动相关变革,邓小平找来有"红色资本家"称号的荣毅仁,希望借荣氏的财金知识和家族的营商网络,加强中国与海内外国家或地区的经贸合作,而中国首家窗口公司——中国国际信托投资公司(CITIC,简称"中信投资")便在这样的历史背景下在1979年10月4日正式在北京成立,至于著名港商王宽诚、李嘉诚、霍英东等则获邀加入公司的董事局。

同月月底,"中信投资"在香港设立了分公司(后因收购泰富公司而改名"中信泰富"),并先后收购国泰航空、港龙航空及大昌行等股权,引起了国际社会极大的关注。除了中信投资外,其他中资企业如华润集团、华润石油、光大集团、紫光实业、康力投资、中国银行集团及中国海洋石油等多家公司,亦先后在香港成立分公司或代表处,成为日后推动香港经济发展的其中一股重要力量(详见第十九章及第二十章)。

20世纪70年代末、80年代初可说是中国内地及香港风云色变,并在摸

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

索中前进的日子。对中国而言,“文革”使社会及经济陷于困顿,人民生活苦不堪言,能否抛开政治枷锁、摆脱社会教条,则变成新一代领导人及整体人民生死存亡、荣辱与共的关键。对香港而言,内地的开放改革,既带来无限商机,也暗藏不少风险,至于前途问题的悬而未决,同样与企业的起落兴替共系一线、息息相关。成败得失,很多时只是刹那间的决定。

前途谈判与股市波动

所谓“香港前途问题”,其实并非“新鲜”事物。在日本军国主义者宣布投降前夕,中、英两国已因“接管”问题而暗中较劲,只因当年英国得到美国撑腰而蒋介石又只知埋首接收大陆,结果才让英国政府捷足先登(刘伟,1983;曾锐生,1985)。1949 年,共产党统一中国大陆并建立中华人民共和国时,英国政府因担忧解放军会随时收回香港而采取了各种各样的手段,希望维持大英帝国在远东地区的影响力(刘蜀永,1995;郑宏泰、黄绍伦,2004)。由于中国政府新领导层认为当时并非收回主权的恰当时机,香港的前途问题才会暂时搁置(邓开颂、陆晓敏,1997)。

到了 70 年代中,自粉碎“四人帮”集团后,中共中央领导人除了义无反顾地提出改革开放的重大国策外,更决定趁《北京条约》将在 1997 年 6 月 30 日届满的历史时刻收回香港主权,举动引来了香港、内地及世界人民的极大注意。不论香港居民还是英国政府情愿与否,1997 年 7 月 1 日中国政府恢复行使香港主权已是一个不能回避的事实。

1979 年 4 月 6 日,刚完成“摸底(探路)之旅”回港的港督麦理浩会见了新闻界,讲述自己在中国内地的所见所闻所感。一如所料,麦理浩只是畅谈个人感受,没有带来一些具体的消息,至于由他转述的邓小平名句——“投资者可以放心在香港投资”,则变成报章的报道核心(《星岛日报》,1979 年 4 月 7 日)。

自香港前途问题日渐变成社会谈论话题后,股市的波动也变得愈来愈大。承接 1979 年底的升势,1980 年初的股市仍然保持着强劲动力。在地产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

业热浪逼人的影响，恒生指数由1980年1月7日的816.18点回升至2月15日的963.17点。之后，受到美国经济疲弱、香港银行界传出将会再度提升利息及政府计划增加利得税等不利因素影响，股市急速下滑至3月18日的747.76点及3月19日的738.92点。在短短的1个月内，股市下跌超过二成，使很多股民大为紧张，以为1973年的“大跌市”又再降临(《星岛日报》，1980年3月19日及20日)。

恰恰相反，股市不但没有如悲观投资者预期般“一泻千里”，反而在3月下旬迅速反弹，并展开了一个长达8个月的大升浪，令乐观一派的投资者雀跃万分、兴奋莫名。第一波升浪由3月20日至5月15日。3月初，当投资者仍在忐忑不安之际，政府公布利好消息，指过去一年的贸易表现异常强劲，使市场气氛逆转。该月月底，恒生指数以783.22点收市。4月初的交投虽然不太活跃，但中、下旬后则因各大公司业绩理想而变得火热。踏入5月份，股市升势未止，并以5月15日的高点910.84作结，为第一波的升浪画上句号。

5月15日后，一些获利回吐盘涌现，令恒指略为下降至月底的894.32点。之后，第二波升浪又起，一直持续至7月30日。5月下旬，香港的主要银行跟随美国银行在短短1个月内减息3厘——即由原初的16厘下调至13厘，使市场大受刺激。结果，股市持续攀升，并在6月23日突破1 000点关口，报收1 012.01点，创1973年3月股灾后的最高纪录。对于这个阶段的升浪，《星岛日报》的描述如下：

> 自香港外汇银行公会开始减息以来，在短短的数日内，香港的优惠利率分两次由1分6厘，大幅减低至1分3厘，使香港及海外买家对香港股票市场发生兴趣，而股市也连日冒升。(《星岛日报》，1980年6月24日)。

之后，又因包玉刚争夺九龙仓事件而使股市火上加油(详见下一节)。踏入7月份，股市表现仍然异常壮旺。该月，在官地拍卖理想及银行进一步调低利息影响下，市场买卖极为活跃。7月30日，恒生指数以1 168.74点收市，为第二浪的升势作结。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第三波升浪发生在8月初至10月初之间。经过6、7月份的强劲升浪后，股市终于在8月初急速回吐。其后，受金门大厦高价易手消息刺激(详见上一章)，股市再次掉头回升。事实上，在整个8、9月间，股市一直保持大涨小回的强势，并屡创新高。举例说，8月中，股市只在1 000点关口徘徊，到8月26日已上升至1 226.03点。9月初，受外围利率转升的不利因素影响，恒生指数曾下滑至9月6日的1 169.72点，之后才因经济预测乐观而转升，并跃升至1 313.78点。9月下旬，股市曾出现短暂的技术回吐，之后又因连串利好消息如卖地理想及怡和收购置地等的推动下再创新高。

针对这段时间内股市如火如荼、股民如痴如醉的情况，《快报》发表了一篇名为“又到‘全民就股’的时候”的文章，在阐述股市的特殊现象之余，又告诫市民小心股市随时逆转。文章这样说：

> 日来所见所闻，各阶层居民寄情股市者已愈来愈多，有些受薪阶级且意气风发，薄本业而不为，整日到“金鱼缸”中打主意。这使人想起8年前的情况，当时几乎“全民就股”，人人均以投机家自居，每天计算着自己所拥有的纸上富贵。曾几何时，股市崩溃，无数小康人家的多年积蓄都荡然无存，有人且以身殉或弄致精神失常……目前差不多又到了连“擦鞋仔”(小人物)也谈论股票的时候了，许多稳健派人士过去一两年仍坚拒股市诱惑，但最近已怦然心动，并以保值为由重返股市……除了职业投机家外，本来人人都抱“小赚小蚀都要脱手”的打算，无奈有时形势逼人，难免愈玩愈大，身不由已地走上孤注一掷之路。(《快报》,1980年11月5日)

可惜，警告并未引起投资者太大注意。之后，在新鸿基地产收购九龙巴士消息的进一步刺激下，恒生指数跨越1 600点关口，直升至该年的最高位——即11月13日的1 654.57点。由该年3月19日的738.92点上升至11月13日的1 654.57点，在短短的8个月内，恒生指数共升了915.65点，升幅为1.24倍。升幅之大、升势之急，的确令人咋舌。对于这年一浪接一浪的升市，《星岛日报》这样报道：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

最近本港证券市场异常活跃，恒生指数已升至7年前的最高峰，回忆今年年初恒指不过860点左右，在10个月间竟上涨接近1倍，是很不寻常的事。此外，近来本港银行一再增加利率，照常理论较高的利息会吸引较多的存款，引起股市跌落，但是此次竟如石沉大海，利率尽管提高，股市依然上涨。这种情形，有人感到兴高采烈，但也使人不胜杞忧……据说，股市每天的交易额，相当于工业制品每4天输出的总和。这种股市行情与经济增长相脱离的情形……任何人都不难看出来，像这样畸形的繁荣，相信难以持久。(《星岛日报》，1980年11月13日)

由于股市交投活跃、炒味浓烈，4家交易所一致同意由1980年11月17日起采用1973年初抑压股市交投过剧的方法，规定股市只开半天，下午时间休市。表面上看，行动是想让股票经纪腾出时间清理积压交易，但实际上还是希望借缩短交易时段冷却股市炒作(《星岛日报》，1980年11月14日)。

锐升急降、大起大落是香港股票市场的一大特征。当舆论及市场人士正在大声疾呼小心投资风险之际，股市在获利回吐及银行大幅加息2厘的压力下迅速逆转，并从11月13日的1 654.57点下挫至12月12日的1 222.16点，1个月内跌去了接近三成。对于股市的急速降温，报纸这样描述：

在恐惧性的抛售下，昨日(12月2日)股市掀起一场惨厉的跌风，蓝筹股、地产股、公用股等都跌得喘不过气来，恒生指数1 400点已崩破，单日狂跌80多点，令人感到震悸。有人形容这是股市的“黑色周二”。(《星岛日报》，1980年12月3日)

正当大部分股民惶惶恐恐之际，股市再次出现戏剧性的转变。12月中，因美国部分银行调低利息，使人联想到加息周期结束，股市又从1 222.16点飞升至月底的1 473.59点，半个月内升了二成多。该年，恒生指数较上年升了594.21点，增幅达67.6%；四会总成交则上升了700.41亿元，增幅为273.2%(《香港年鉴》，1981；Hong Kong Stock Exchange Limited，1981)。

踏入1981年，香港股市的整体表现仍不脱其锐升急降、走势飘忽的个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

性。年初,恒生指数承接着上年年底的升势,并再下一成,持续上升至 2 月 4 日的 1 650.52 点高位。农历新年过后,市道因集资活动频仍及美国新经济政策影响而转弱,恒生指数掉头下滑至 3 月 11 日的 1 295.44 点,使人心难以安定。3 月中,股市曾一度因政府要求抑制新股上市而反弹至 3 月 25 日的 1 468.30 点。之后,在汇丰银行坚持发行新股的影响下再度跌至 4 月 14 日的 1 332.81 点。

从 4 月中起,由于各大公司公布的业绩较预期理想,买盘渐见增加,令恒生指数也拾级而上。5 月中,受港府解除豪华住宅及新楼租金管制等利好消息刺激,买卖愈见活跃。不久,市场还陆续传出收购合并等消息,使股市进一步升至 6 月 16 日的 1 761.15 点,逼近 1973 年 1 774.96 点的历史高位。

经过 6 月下旬的一轮技术整固后,恒生指数终于在 7 月 17 日升上历史高位——1 810.20 点。同月,受银行公会宣布加息 1 厘(两个月后再加多 2 厘)及外围利率趋升的影响,股市气氛逆转。之后,外围陆续传出不利消息如美股出现危机及马来西亚政府否决该国企业来港投资等,使市场添加不少压力,恒生指数更由 7 月 17 日的 1 810.20 点的历史高位下滑至 10 月 5 日的 1 113.77 点。以比率计算,两个多月内已跌去了 38.3%。

经过一轮令人心惊的急跌后,股市终于因外围传闻被否定而出现技术性反弹,使指数回升至 11 月 27 日的 1 451.07 点。年底,股市一直牛牛皮皮、不上不落。结果,该年的恒生指数以 1 405.82 点收市,较上一年微跌 4.6%,但四会总成交额则有 1 059.70 亿元,较上年升 10.8%(《香港年鉴》,1982;Hong Kong Stock Exchange Limited, 1982)。

相对于 1980 年及 1981 年,1982 年的香港股市除了年初仍能略保持不失外,其余时间可说是疲不能兴、每况愈下。1 月份,股市交投虽然呆呆滞滞,但指数则变化不大。不过,自 2 月份起,在香港前途谈判未见寸进、官地拍卖未达预期及经济环境浮沉不定等众多因素的影响下,恒生指数拾级而下,并反复下跌至 3 月 8 日的 1 125.36 点。之后,因刚从北京访问回来的财政司彭励治(H. Bremridge)带来了中、英谈判进展乐观的评论,使市场一度反跌为升,并迅速上升至 5 月 26 日的 1 413.47 点,成为该年的最高位。

6 月中,邓小平在北京接见了港澳著名人士费彝民、王宽诚及马万祺等,再次表示会在 1997 年前后恢复行使香港主权,并公开保证会尽全力,维持香

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

港的稳定繁荣。可惜,由于投资者信心薄弱,沽盘持续,恒生指数也不断往下寻底,并反复下跌至7月30日的1 182.75点及8月16日的937.28点。在短短的3个月内,恒生指数跌去了33.7%。之后,受英国首相撒切尔(M. Thatcher)夫人将亲赴北京讨论香港前途问题消息的刺激下,股市转趋活跃,并反复上升至9月22日的1 121.85点。

9月24日,正在北京访问的撒切尔夫人会见了中国国家领导人邓小平,并提出以主权换治权的建议,但建议即时遭到拒绝。会后,撒切尔夫人在走出人民大会堂的台阶时跌了一跤,令一些较为敏感的市场人士联想到英方或者会在谈判桌上吃败仗。事实上,在撒切尔夫人离开中国后,中国政府便明确表示将会在1997年7月1日收回香港主权(《星岛日报》,1982年9月25日)。

由于外界对共产中国存有戒心,消息触发了投资者的信心问题,使股市应声下跌至10月26日的753.76点及12月2日的676.30点。不出两个半月,恒生指数跌去了接近四成(39.7%)。虽然年底时略有技术反弹,但幅度不大。该年,恒生指数以783.82点收市,比上年下跌了44.2%,四会总成交则萎缩至只有462.72亿元,比上年下跌56.3%(《香港年鉴》,1983;Hong Kong Stock Exchange Limited, 1983)。

踏入1983年,香港股票市场仍受香港前途问题等因素困扰而反复无常。1月份,因中、英双方开始的第二阶段第一回合谈判气氛良好,股市也略见回升。不过,因多家公司申请停牌,交投并不活跃。2月份,因政府决定不增加利得税,市场颇受刺激,交投略为增多。月底,恒生指数重上1 000点心理关口。3月份虽为业绩公布期,但受公司停牌及清盘等负面消息的影响,股市表现仍然呆呆滞滞。4月初,恒生指数曾一度转俏,并攀升至4月14日的1 067.36点高位,但之后港元疲弱及利息趋升,则令指数掉头向下,一直下降至6月9日的863.10点。

自6月中起,因传闻中、英谈判有进展,加上港元转强而消除了加息压力,买盘增多,指数重上1 000点关口。

昨日市情回升,主要是英国首相撒切尔夫人致送中国领导人邓小平的一封私人函件,对香港主权问题作出让步,从而打破香港

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

谈判的僵局，所以股市立刻作出良好反应……昨日英资财团仍多沽盘，但在大户纷至沓来之支持下，股市升势仍甚撩人。(《星岛日报》，1983 年 7 月 1 日)

报道中的所谓“让步”，其实是英方希望“以主权换治权”的一种政治伎俩。也即是说，主权交还中国，但香港仍由英国管治。对于英方这种偷换概念而一厢情愿的构思，中方断然拒绝，并清楚地向国际社会表明主权治权不容分割，中国政府一定会在 1997 年 7 月 1 日收回香港。因中方立场强硬，市场气氛益见低沉，加上英资大举沽货，恒生指数继续下沉(《星岛日报》，1983 年 8 月 20 日)。

针对英方“主权换治权”的想法，邓小平在 9 月 10 日会见英国前首相希思(E. Heath)时再次明确表明，如果英方不改变立场，中方会在 9 月份单方面公布解决香港问题的政策。消息引起了市场更大的反应，港元兑美元更狂跌不止，由原初的 1 美元兑 7.8 港元跌至 9 月 16 日的 1 美元兑 9 港元，以及 9 月 24 日的 1 美元兑 9.7 港元，超级市场甚至出现抢购食米和日常用品的情况(郑宏泰、黄绍伦，2005)。

对股市而言，1983 年确是风雨飘摇的一年。在波谲云诡政治气氛的笼罩下，银行公会大幅加息 3 厘挽救疲弱的港元。但是，这样做却使经济及股市承受了沉重的压力，至于企业停牌、公司倒闭问题愈见恶化的情况，更使投资者十分忧虑，其中又以一直有“跌市奇葩”之称的佳宁集团(Carrian Group)被勒令清盘及集团主席陈松青被警方拘控的事件，最受社会及市场的关注。在内外交困、人心惶惶的影响下，恒生指数急速下跌至 10 月 4 日的 690.06 点。

之后，虽然曾经出现一些技术性反弹，但因观望气氛仍然浓厚，交投极为淡静。有报纸对当时的股市买卖这样描述：

最近本港证券市场呈现一片疲态，由于香港政治前途未明，加上金融银行界发生一连串事件，遂影响港人投资信心，一般投资人士在现阶段多不欲入市买卖，普遍采取观望态度，故形成近期股票市场交投冷淡，成交额有每况愈下的感觉。(《星岛日报》，1983 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

10月12日）

进入11月，由于中、英关系渐趋缓和，加上港元逐步摆脱弱势，市场买盘明显增加。到了12月，由于中、英双方在第二阶段第七回合谈判结束后发表了较为乐观的公布，股票市场才变得较为活跃。该月，恒生指数以874.94点收市，较上年回升了11.6%，至于四会总成交则进一步萎缩至只有371.66亿元，较上年下跌了24.5%(《香港年鉴》，1984；Hong Kong Stock Exchange Limited，1984)。

概括而言，自中、英两国就香港前途问题进行谈判起，股票市场便显得波涛汹涌、起落不定。当有消息指中、英谈判气氛融洽、进展良好，恒生指数便迅即上升；相反，当双方传出争拗，股市便应声下跌。股票市场仿佛变成了中、英关系的“探热针”。另一方面，由于香港与中国内地的关系愈趋密切，中国政治及经济气候的或暖或寒，同样会牵动香港社会的神经，使股票市场变得愈来愈敏感，亦愈来愈波动。

华洋对阵与银行向背

虽然我们在上一章中已列举了很多企业合并、收购及重组的例子，但往往是那些大公司吃掉小公司或洋资公司吞并华资公司的个案，至于小公司击败大公司或华资公司反制洋资公司的情况，则鲜有听闻，也令人有点难以想像。事实上，这时期的股票市场的确出现了一些令人意外的“赛果”——新崛起的华资企业竟然策动连串收购行动，而那些一直掌控香港经济命脉的老牌英资企业，竟然变成被收购的对象。

自股票市场开放而大量华资企业在60年代末、70年代初陆续上市后，香港商场的生态环境已出现了一场前所未有大的蜕变。在庞大公众资金的支援下，很多一直受资金困扰的华资企业已可摆脱过往樊篱，将企业推向另一高峰(参阅第十一章)。与此同时，吸取了1973年股灾的教训后，那些表现卓越的华资企业已日渐掌握了股市以小控大、以快打慢及声东击西的技巧，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

并充分发挥了本身决策明快、管理灵活及洞悉市场等优点，令业务迅速地发展起来。

与此同时，香港前途问题的悬而未决，也令很多投资者举棋不定，而英资企业则是信心较为薄弱的一群。举例说，由马登家族(Marden family)操控的会德丰(Wheelock Marden)，便因看淡香港政治前途而在70年代末叶作出了重大的策略转变。该策略便是趁地产市道日渐壮旺的机会，大举抛售旗下的地产物业，并将从地产中套现回来的资金，转投“渐露颓势”的航运业，购入货轮，壮大船队(冯邦彦，1996)。这种逆市而行投资策略的背后，清楚说明了英资巨贾对这个“借来的地方”没有信心。可以这样说，英资大行的急流勇退，反而给那些以港为基地的华资企业带来前所未有的大好机遇。

正是在这样的投资气候下，香港股票市场发生了两场轰动世界的收购战。无巧不成话，两场收购战中被收购的一方为英资大行，而收购的一方则为新崛起的华资精英。同样地，两场收购战不但引起社会广泛讨论，也变成日后工商管理学课程的重点研究对象。以下让我们先谈谈李嘉诚收购和记黄埔的个案。

经过一番细心策划后，上市未满7年的长江实业在李嘉诚带领下在1979年9月25日深夜11时30分，在中环华人行21楼长江实业总部内召开记者招待会，公开宣布长江实业已经和汇丰银行达成协议，将以每股7.1元价格向汇丰银行收购9 000万股和记黄埔普通股股权，总金额高达6.39亿元，约占和记黄埔已发行股份的22.4%。汇丰银行方面则同意长江实业先支付交易总额的20.0%，余额的一半，规定在1981年3月24日前支付，至于剩下的尾数，则可选择延迟支付，但为期不能超过两年。

长江实业(集团)有限公司宣布已与香港上海汇丰银行达成协议，该集团已购入该银行附属公司名下所拥有之9 000万股和记黄埔有限公司普通股份，该项股份占和记黄埔公司全部已发行股份之两成二。上述股份之购入价为每股7.1元。该集团已立即付出总售价的两成，余额可在两年内付清。但余额中之半数，须于1981年3月24日或以前付清。(《金银证券月报》，1979年11月)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

消息公布后，海内外投资者大为震惊。由于长江实业市值不足 7 亿元，而和记黄埔的市值则高达 62 亿元，有报章以“蛇吞象”来形容这次收购，而李嘉诚“超人”(超乎常人)的称号也不胫而走(陈金华、辛磊，2005)。

事实上，羽翼渐丰的李嘉诚自 1978 年起已掌握了以收购合并方式壮大实力的奥妙，上一章中提到收购永高公司并取得希尔顿酒店地皮的个案，便是最好的例子。自 70 年代中起，由于地产业壮旺，地皮有价，一些拥有大批市区地皮的公司便变成别人觊觎的对象。早在收购和记黄埔之前，李嘉诚已垂涎另一家老牌英资大行九龙货仓码头(简称“九龙仓”)，并趁股价低沉之时暗地里吸纳了大量股份。可惜，由于消息惊动了九龙仓的控股公司——置地公司，李嘉诚便在汇丰银行游说下将自己所持的股份全数转让正计划“弃船登陆”的世界船王包玉刚，既做到不得失怡和系的置地公司，又讨好汇丰和包玉刚的面面俱圆。

李嘉诚的急流勇退并非害怕与实力强大的置地公司正面交锋，而是另有盘算。正如上一章中提到，自 1973 年股灾后，曾经过度扩张的和记公司已陷入了财政危机，并要汇丰银行的协助，才能渡过难关。也因如此，和记公司的控制性股权便落入了汇丰之手。后来，在汇丰的策划下，和记公司在 1978 年与黄埔船坞合并，组成全港其中一家市值最大的综合企业。由于和记黄埔拥有大量物业及地皮，盈利潜质极大，而汇丰银行则因受《公司法》和《银行法》中银行不能从事非金融业务的限制，不能长期控制和记黄埔。这样的一个千载难逢机会，正是李嘉诚以退为进地讨好汇丰，以便秘密洽购汇丰手上和记黄埔股权的巧妙部署所在。

在这场“兵不血刃”的收购战中，汇丰银行的立场和态度最为关键。从长江实业的上市、壮大，到击败置地公司夺得金钟地铁站上盖物业发展权，再到低价吸纳九龙仓股票等重大投资举动上，李嘉诚明显赢得了汇丰的信任。对汇丰而言，它的目的并非着眼于短期的售股套利，而是寄望放手后和记黄埔经营可以有稳健而合理的发展，为银行带来更长远的利益。至于新崛起而往绩良好的李嘉诚，明显符合了汇丰银行转让控股权的条件(冯邦彦，1999；陈金华、辛磊，2005)。正因为各项条件的配合，长江实业才能成功地从汇丰手中取得和记黄埔的控股权，为日后称雄香港奠下了重要的基础。

如果说李嘉诚从汇丰银行手中收购和黄股权一役是“智取”，不能充分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

反映华商的实力，那么说半年后包玉刚轰轰烈烈地收购九龙仓的举动为力战，肯定不会有人反对。1980 年，香港股市承接上一年的升势，交投畅旺，气势如虹。就在这一年的 6 月，身为英资龙头企业怡和公司旗下的香港置地公司，与华资巨富包玉刚就九龙仓的控股权问题，展开一场你死我活的收购战，并最终以每股九龙仓股票出价 105 元的高价，将置地公司击倒，成功取得九龙仓的控股权(《星岛日报》，1980 年 6 月 24 日)。

第二次石油危机爆发后，包玉刚已洞悉世界航运业将会步入衰退期。基于这种主观的经济周期分析，包氏决定"弃船登陆"，改变投资策略。除了加速出售手上的船只外，包氏又开始物色可供未来发展的业务，至于在尖沙咀、港岛及新界等地拥有大量珍贵地皮而从事运输、码头、酒店及货仓等业务的九龙仓，正是最好的吞并目标。

从 70 年代中叶起，包玉刚已开始收集九龙仓的股票，并持有一定比率。后来，再购入李嘉诚所持有的部分股票，包氏的持股量已直逼九龙仓的控股公司——置地公司，并直接威胁怡和公司的大股东地位。由是之故，怡和公司乃策划连串行动，借以抑制包氏的扩张。包玉刚也不退让，并摆明车马地要夺取九龙仓的控股权。由于双方互不相让，股权争夺也不绝于耳。

1980 年 6 月 20 日，以纽璧坚(P. K. Newbigging)为首的怡和公司趁包玉刚赴英开会的时机，突然宣布以两股置地公司新股另加 76.6 元连周息 10 厘的债券折合港币约值 100 元的价格换购一股九龙仓股票，借以增购 3 100 万股九龙仓股份，使置地公司的持股量增加至不多于五成，避免触及《收购及合并守则》中所列的超过五成便必须向其他股东全面收购的规定。

对于怡和公司突然发难，身在伦敦的包玉刚在私下取得同样在伦敦开会的汇丰银行大班沈弼(M. Sandberg)的口头贷款承诺后，马上飞回香港，与女婿吴光正及财务顾问等商议反击办法。经过一轮深入讨论后，包玉刚决定以每股 105 元的高价，向市场收集不超过五成的九龙仓已发行股票。

消息传出后，大批散户在 6 月 23 日涌到指定的证券公司——获多利证券(Wardley Security)，希望将手上股票售给包玉刚。不出半天，获多利已宣布完成增购目标，实现了包玉刚的夙愿(冷夏，1995；冯邦彦，1999)。就当天股市的交投情况，《星岛日报》这样描述：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股市波动极之激烈，交投之盛，自 1973 年以来不多见，成交总值近 5 亿元，为近年来之最高水平。九龙仓股权争夺战，包玉刚以私人家族名义，出价 105 元收购，并于短短两小时左右宣布收购满额。在（消息）未公布之前，股市买盘如潮涌现，使恒生指数急升。升幅最猛烈时达 40 多点，因而令指数冲破 1 000 点大关……另一方面，银行宣布减息亦对股市有很大帮助。（《星岛日报》，1980 年 6 月 24 日）

对于这场硬碰硬、峰回路转的收购战，1980 年 6 月 24 日《星岛日报》的“市场透视”专栏，便以“华资团结显威风”为文，表达普罗市民对华资财团终能与英资财团一较高下的喜悦。

包玉刚以奔雷闪电的声威，粉碎了置地公司增购九龙仓股份的计划，在一个上午便完成了增购九龙仓 2 000 万股的雄图，这显示了华资大团结的实力，给英资当头棒喝。时移势易，当年置地公司并吞牛奶公司的辉煌，已变成了历史。（《星岛日报》，1980 年 6 月 24 日）

对于李嘉诚和包玉刚先后与英资大行正面交锋并成功取得控制权的惊人“赛果”，有报章颇有感触地指出：“今天，香港有不少根基深厚、实力雄壮的华资财团，当然不会再像 1973 年那样轻易被‘过江龙’（外资）吞食了”（《星岛日报》，1980 年 11 月 15 日）。

事实上，当 1973 年股灾发生时，该报曾以“华资外资集团在市场斗法已判胜负、结果华资集团铩羽惨败”为题，指出英资财团因懂得掌握股票市场的规律和技巧，才能在股市高峰期急流勇退，从而“卷走”（赚取）大量香港的财富。该报这样说：

华资与外资集团“拗手瓜”的斗法，胜负已分，可以这样说，整个华资集团都惨败下来了，这幕惊险紧张的大悲剧，相信也要终场了。（《星岛日报》，1973 年 4 月 6 日）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果从1973年的短期角度来看,刚从股市中冒起的华资财团,在经验和财力不足的情况下吃了败仗,似乎也无可厚非。但是,从较为长远的角度来看,吸取了这次教训后的华资财团,明显已掌握了股票市场的秘诀和窍门,并做到青出于蓝、反弱为强的"赛果"。至于日后其他吞并老牌英资企业如会德丰、中华煤气、香港电灯和青洲英泥等举动,更一而再、再而三地震撼了国际社会。针对华资企业不断壮大的情况,身为"远东会"主席的李福兆在一个预祝圣诞的宴会上所说的一段话,多少可作华资企业逐渐走向国际商业舞台的注脚。他说:

> 1980年是香港股市历史上最繁忙的一年,也是股票经纪心情最舒畅的一年。这一年,香港股市出现了许多生气蓬勃的景象,不少早年上市的华资大企业,大大地发挥了他们雄厚的实力,使大市虎虎有生气,令人有面貌一新的体会。(《星岛日报》,1980年12月7日)

在谈到企业上市、融资、收购、合并或重组等诸多问题时,我们必然会想到银行。作为现代金融体制的核心,银行的一举一动、支持与否对企业的兴衰起落极为重要。由于华资银行大多以家族为本位,实力一直难以壮大,一些较大规模的收购合并行动,往往要获得外资银行的支持,才能成事(Schenk, 2003)。至于一直执香港银行业牛耳的汇丰银行,其立场和态度的向背,则大大地决定了很多企业发展的命运。

从种种迹象显示,自60年代起,汇丰银行的市场策略已作出了重大调整,而这种重大策略的调整,一方面自然反映出华资企业的日渐壮大,另一方面则说明了汇丰的支持,恰恰又为华资企业的进一步扩张缔造了有利条件(King, 1987)。事实上,在一些重大的收购合并战上,银行的向背和喜恶,一向极为重要。正如熊彼得所说,银行决定了企业家的命运(Schumpeter, 1934)。由于银行是企业的最终债权人,企业的成败得失自然会直接影响银行放出贷款的回收状况。正因如此,银行不但会主动与重要客户建立紧密的关系,还会金睛火眼地留意着企业的一举一动,借以保障自己的利益。

从某次与香港其中一个根深叶茂世家大族第三代领导人的访谈中,我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

们得知他的家族原来也是汇丰银行的其中一个重要客户。据这位不愿透露身份而现已退居二线的家族成员所说，汇丰银行为每个重要客户设立了专案研究(case study)，并收集了很多相关资料，对这些客户的业务及其人物关系网络等都了如指掌。他还举了一个切身的例子，作为说明。他指出当他的家族发生重大变故而企业又出现危机时，他的祖母便直接与汇丰高层接触，要求协助。由于汇丰早已对他家族有充分的了解，也全面掌握企业的运作状况，便一口答应给予公开支持，协助该家族渡过一次重大的财政危机。

这个鲜为人知的故事带出了两个重大的信息：(一) 银行对主要客户了如指掌；(二) 银行是企业的造王者(king maker)。由于银行成立了“专案研究”部门，搜集重要客户的资料，对企业的强弱优劣盈亏自然一清二楚。如果企业财务状况欠佳，经营不得其法，银行当然会“下雨收柴”，抓紧借贷。汇丰银行在 1978 年接管财政出现危机的和记黄埔便是最好例子。如果企业运作良好，表现卓越，银行则会给予充分的配合和支持。李嘉诚及包玉刚除了本身出类拔萃，企业办得有声有色，才是获得汇丰银行青睐的最重要原因。

针对汇丰银行将和记黄埔股权转让李嘉诚一事，当记者质询当时汇丰银行大班沈弼的决定时，沈氏的一段回应，既说明了银行的经营哲学，也暗示李嘉诚的接管更能改善企业营运，保障汇丰的长远利益。他说：

> 银行不是慈善团体，不是政治机构，也不是英人俱乐部，银行就是银行，银行的宗旨就是盈利。(陈金华、辛磊，2005：99)

事实上，当香港的经济在六七十年代急速起飞时，华资企业的表现的确较英资优胜。不要说 70 年代初股票市场开放时涌现的大批华资企业将很多老牌英资比了下去，就算是 1973 年股灾后的“康复”，部分华资企业也明显比英资企业快。至于企业盈利、股票价格及企业发展等，华资企业的综合表现，往往也较英资突出(Far East Exchange Limited，1972 - 1980；Hong Kong Stock Exchange Limited，1960 - 1980)。

就拿上市公司股票价格的整体表现为例，自 70 年末叶起，华资企业的公司股价很多时已“跑赢”英资企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金银指数清楚反映5月份的股市，是二三线股与地产股的天下。事实上，在这个月内，第一线或者蓝筹股一般表现俱不令人满意……很多地产股与二三线股则升幅巨大。城都地产升逾20%；新世界、新鸿基、大昌、泰盛和大宝等，俱升逾15%；长江实业、鳄鱼恤、鹰君、合和、建煌、廖创兴、大生、永泰等，也升逾10%；至于一向活跃的煤气，只升8%；太古及电话公司，升不到5%；怡和、怡证等，只微升2%；置地公司甚至跌去了5%有多。(《金银证券月报》，1979年6月：1)

所谓“千里马遇伯乐”。汇丰银行调校市场策略，并将主要发展目标放在香港，自然有其过人之处，至于华资企业经营得法，充分发挥本身天时地利人和的优势，并不断将企业壮大，也是吸引别人垂青、赏识的原因所在。在谈论汇丰银行七八十年代的市场策略转变时，曾经出任联合交易所行政总裁的袁天凡，便清楚地说出了该银行、股票市场与华资企业兴起的一些主要关系。他这样说：

汇丰银行的发展和香港华资有密切关系……汇丰与香港的成长，是与时并进的。因此，汇丰银行的成长，亦可说是香港的成长。它制造了很多本地大公司和大企业家，例如李嘉诚、包玉刚及新鸿基的郭氏家族……汇丰银行支持李嘉诚收购英资的和记黄埔，又支持包玉刚收购九仓。从香港华资成长的过程中，汇丰银行所扮演的角色，已经脱离了英国，与香港一起发展，甚至帮助香港的本地企业，收购英资公司。汇丰辖下的获多利(Wardley Investment Services)，更协助本地华资财团拓展生意。从这个角度上看，获多利、交易所和华资财团是携手并肩、同步前进的。(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*，1997)

简单地说，经历过1973年股灾洗礼后，很多华资企业凭着本身的实力迅速地“康复”起来。与此同时，正当中国内地实行开放改革而香港前途问题又悬而未决之际，英资企业的裹足不前，多少又给华资企业制造了不错的扩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

展良机。至于汇丰银行将自己定位为本土银行(The World's Local Bank)的策略,恰好又为华资企业的进一步壮大创造了有利条件。

结 语

20世纪七八十年代是香港社会另一次重大的转折时期。正当香港工业日渐受高租金、高工资等问题困扰时,中国政府开放改革及吸纳海内外投资者的政策,恰恰为香港的经济发展带来了一线转机。由于香港与内地血脉相连,并一直保持密切联系,很多港商自然趁着这个大好时机捷足先登,并将生产线搬回大陆,希望开拓事业上的另一片天地。

与此同时,中国政府决定在1997年7月1日收回香港主权的举动,既引来社会的广泛讨论,也使香港的政治前景呈现了本质上的转变。至于所谓“前途问题”,更深深地困扰某些对共产党统治心存忧虑的人士。由于部分英资企业对香港前途信心不足,加上经营保守,业务经营上难免给人不思进取的印象。与新崛起的华资企业不同,英资企业大都拥有可观的“家底”如地皮、物业、专利权、传销网络或市场领导地位等。正因如此,这些老牌英资企业反而变成华资企业狙击和收购的目标。和记黄埔及九龙仓控股权的先后易手,正是华资企业羽翼已丰,实力已长,并能日渐掌握香港经济命脉的最好说明。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十六章

联合声明与一统四会

自1979年3月底中国政府明确地向到访的港督麦理浩表示会在1997年7月1日收回香港主权起，中、英两国便展开了漫长的谈判。到1984年9月26日，双方终于达成协议，并草签了《中、英联合声明》(*Sino-British Joint Declaration*)。按照这份声明的承诺，英国政府将会在1997年6月30日结束对香港的统治，并将主权交还中国政府。中国政府则承诺在收回香港主权后，以“一国两制、港人治港”高度自治的方式运作，由香港人自行管治香港，并保持香港的资本主义制度50年不变。在这个声明的框架下，香港社会进入了过渡期。

另一方面，自60年代末股票市场开放而形成四会鼎立的局面后，政府、业界以至整体社会，都因担忧过度竞争而降低上市公司及股票经纪质素问题而希望四会可以合而为一，提升香港股票市场在国际上的综合竞争力。经过漫长的争论和协商后，到1986年3月，四会时代终于画上句号，取而代之的是香港联合交易所有限公司(The Stock Exchange of Hong Kong Limited)，则在4月正式投入运作，而香港的股票市场也进入另一全新局面。以下让我们先谈谈《中、英联合声明》与股票市场发展之间的一些关系，之后才探讨股票市场的重大转变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

联合声明与股市转势

1984 年是香港政治、经济、社会以至股票市场各方面发展的一个重要年头。单就股票市场的发展而论，受中、英谈判波折重重的影响，股票市场也忽晴忽雨、时好时坏。年初，承接 1983 年年底中、英关系改善、中资企业投资踊跃和利息下降等因素牵动下，恒生指数重越 1 000 点大关。对于年初的股市情况，《星岛日报》这样描述：

> 股市走势，持续“扳高”(上升)。市情在连日上升之后，本来已潜伏着颇大回吐压力，但连日来海外资金入市仍甚汹涌，所以回吐压力虽大，但货源则一一被市场消化净尽，股价稍低，便立刻引来大量买盘抢购，与前些日子偶有沽出便没有买入之情况迥异……正因如此，股市发展全面向上。(《星岛日报》，1984 年 1 月 24 日)

2 月份，在英国大东电报局(Cable and Wireless)全面收购香港电话公司消息的刺激下，恒生指数曾一度升上 2 月 6 日的 1 134.12 点高位。之后，在金钟二地段官地拍卖不理想及“获利盘”(沽售)涌现的推动下，指数又反复回落至 2 月 27 日的 1 022.85 点。3 月份，在银行公会进一步调低利息及中、英谈判气氛良好的鼓动下，交投颇为活跃，恒生指数更重拾升轨，并持续上升至 3 月 19 日的 1 170.35 点，创两年来的最高纪录。

> 由于各路资金大举入市，恒生指数升创 20 个月来之最高水平。股市近日来之所以一涨再涨，完全与香港前途问题相关，中、英谈判气氛极之良好，普遍认为香港在 1997 年之前的 13 年内，仍由英国人管治，同时《香港特别行政区基本法》之草拟，亦要听取香港人的意见。在上述消息的刺激下，投资人士信心大增，各类资金汹涌入市，股市涨势甚为凌厉。(《星岛日报》，1984 年 3 月 20 日)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可惜，稍后因怡和集团主席 S. 凯瑟克(S. Keswick)宣布将会把旗下的公司迁册百慕大(Bermuda)，指数应声急挫。

昨日股市急泻，是由怡和控股公司迁往百慕大所引起，虽然至今为止中、英双方就香港前途的谈判都表现颇为良好，但实质上没有具体方案能令香港人信任，因此，昨日在英资公司带头撤离本港所影响，人心随即为之动摇。在抛售压力大为涌现下，市势随即出现急剧下挫。(《星岛日报》,1984 年 3 月 30 日)

4 月初，股市虽然曾经出现短暂的技术性反弹，并升上 4 月 19 日的 1 115.85 点，但因动力不足，加上官地拍卖不理想而中方又坚持必须在九七后驻军香港等消息影响，指数很快便下跌至 5 月 21 日的 893.01 点。6 月初，受外围股市表现良好的推动下，港股曾一度跟着回升至 6 月 11 日的 966.12 点，但始终无法跨越 1 000 点的心理关口。

之后，因传早前拍卖金钟二段地皮的买家"撻定"(不愿承担合约)，加上银行公会突然宣布大幅加息 3.25 厘，恒生指数便在连带式沽盘推动下急跌至 7 月 23 日的 747.02 点。8 月初，受英国外相贺维(G. Howe)访问北京后发表中方将会确保香港司法、行政及经济体系不受影响消息的刺激，加上银行公会宣布减息 2 厘，股市又迅速回升至 8 月 13 日的 926.39 点。在《中、英联合声明》草签之前，由于市场预期声明内容会为社会接受，指数也在乐观气氛下反复向上，并在草签前一天突破了 1 000 点的心理关口。到 9 月 26 日的草签日子，中资买盘增加，气氛十分热烈。有报纸对草签前的股市这样描述：

今日为香港前途具有历史意义的时刻，在未草签之前，市场人士多持乐观态度。午后，股市因太古及康力电子两只股份出现扫货之热烈场面，稍后再加上长实系买盘转趋活跃，顿使整个大市全面向好。在草签之前能有如此热烈场面出现，看来协议公布后股市不难更为热闹。(《星岛晚报》,1984 年 9 月 26 日)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

该月,恒生指数以 1 014.38 点收市,较 7 月份下旬的低点上升了 35.8%。

《中、英联合声明》草签后,市场信心虽然渐见恢复,但悲观人士仍态度审慎,不敢贸然入市。股市虽然没有太大的下跌压力,但也欲升无从。结果,该月的恒生指数只在 1 000 点关口作小幅度牛皮拉扯而已。踏入 11 月,一方面受港府落实港元与美元挂钩政策的影响,另一方面受前途忧虑消减的刺激,股市明显走出了过往闷局,买盘也变得炽烈。到了 11 月底,恒生指数报 1 128.10 点。12 月份,股市仍然保持强势,大户吸纳的形迹更见明显。到 12 月 19 日《中、英联合声明》正式签署后,升势益加急速。结果,在该年年底,恒生指数以全年最高位的 1 200.38 点收市,较 1983 年上升 37.2%,而四会总成交则有 488.07 亿元,较 1983 年上升 31.3%。

该年,分别有香港电视企业(HK - TVB)、蚬壳电器(Shell Electric)、德昌电机(Johnson Electric Industrial)、金山企业(Gold Peak Industries)、彩星地产(Playmates Holdings)和依利安达(Elec & Eltek)等 6 家新企业相继上市,为香港的工业股增加了很大的活力(《香港年鉴》,1985;Hong Kong Stock Exchange Limited, 1985)。

自摆脱前途问题的忧虑后,香港的投资气氛明显变得乐观和热闹起来。与此同时,由于港府落实了联系汇率政策,而该政策又发挥了稳定货币的积极作用,银行已不用以高息维持港元汇价,使利率逐步回落至原先水平。另一方面,一浪接一浪的收购合并潮,更诱发了公众投资者的"寻金美梦",使 1985 年的股市全面扭转了过往的弱势,节节上升。

承接 1984 年年底《中、英联合声明》正式签署后大户大举吸纳的势头,加上和记黄埔斥资 29.05 亿元收购置地公司旗下的香港电灯消息刺激,1985 年年初的买盘已持续不绝,恒生指数也急速上升至 1 月 24 日的 1 384.87 点。之后,大市出现技术性调整,并轻微下跌至 2 月 7 日的 1 312.43 点。不久,因市场传出有财团计划收购英资大行会德丰,指数又变得再次"坚挺"(强壮)起来,并迅速攀升至 2 月 19 日的 1 435.17 点。

由于短期内升势过急,加上部分企业业绩未符市场预期,指数曾在 3 月初出现回吐,并反复下跌至 3 月 19 日的 1 300.97 点。不过,由于有大户在 1 300点边沿大量吸纳,加上市场仍对收购有所憧憬,指数又在 3 月下旬迅速

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

转势,并攀升至4月底的1 520.56点及5月17日的1 647.88点。5月下旬,获利盘涌现,并将指数推低至6月14日的1 441.97点。6月底,恒生指数报收1 570.98点。

下半年,恒生指数仍保持着大涨小回的格局。受银行进一步调低利息及收购传闻的刺激,市场买卖皆旺,并反复上升至8月7日的1 711.51点,创4年来的最高纪录。可惜,因有银行(永安银行)及航运公司(东方海外)传出财政不稳消息,股市不久又急速降温,指数下跌至9月底的1 511.80点。

10月份,在和记黄埔与香港电灯合作收购国际城市消息刺激下,大市止跌回升,并迅速攀升至10月15日的1 671.73点及11月29日的1 716.95点。踏入12月份,由于指数处于高位,买卖变得审慎,市场虽无大跌压力,但上冲的力度同样有限,交投极为淡静。该年,恒生指数以1 752.45点收市,较上一年上升46.0%,四会总成交为754.49亿元,较上一年上升55.4%。

该年,分别有香港森那美(Sime Darby Hong Kong)、乐声电子(National Electronic)、富丽华酒店(Furama Hotel)、开达实业(Kader Industrial)、国际亚洲(IBI Asia Holding)及凯联国际酒店(Associated International Hotels)等6家实力企业上市,壮大香港股市的力量(《香港年鉴》,1986;Hong Kong Stock Exchange Limited, 1986)。

从上文恒生指数的转变上看,《中、英联合声明》的签署可说是香港股票市场发展的分水岭。在协议未有确立之前,中、英两国就香港前途问题的争议,一直困扰着香港社会,令股市载浮载沉、欲升无力,恒生指数也只能在1 000点关口拉扯、徘徊。签署声明后,前途问题的不明朗因素基本上扫除了,买卖气氛变得活跃起来,至于恒生指数也摆脱了过往疲不能兴的困局,展翅高飞。

四会合并的曲折历程

在分析联合交易所在80年代中期的诞生之前,我们实在有必要交代一下四会合并的过程。正如一般人所预料,由于四会规模不一、目标各异,加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上彼此间竞争激烈，四会合并的过程并非一帆风顺。私底下的竞争本已在所难免，公开的争论更是此起彼落（*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*，1997）。正因为彼此分歧太大，合并计划由最初提出到真正落实前后经历了 12 个年头，较中、英两国就香港前途问题进行谈判的时间还要长。

自 1972 年港府急忙立法阻止新交易所成立后，四会鼎立的局面基本上已确定了下来。虽则如此，港府以至投资者均主观地认为，以香港一个弹丸之地，实在容不了太多交易所。由于 4 个交易所各自经营，互不隶属，彼此难以订立统一标准，使企业上市、股票报价、日常交易、消息通报以至行政管理各方面，出现了很多问题（*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*，1997）。为了更有效地对市场进行规管，避免因过度竞争而削弱交易所及上市公司的质素，政府在 70 年代初已积极游说各方，希望以"柔性"的方法，推动四会合并。

对于政府刻意推动四会合并的举动，前"香港会"理事朱颂田颇有感触地说：

> 我想政府一直不想有太多交易所，远在四会时代之前，即是只有港会独市经营的 60 年代，政府已与"香港会"研究过，赋予港会经营交易所的专营权，以换取该会向政府缴交专利税。但"香港会"当时认为他们已是独市生意了，无必要因申请专利而多付专利税，甚至认为新交易所不会有生存的空间，因而拒绝了政府的专利权建议。正因如此，后来才会出现 70 年代初的四会并立局面。及至 70 年代中，政府已示意 4 间交易所要合而为一，以便集中资源发展本港的证券市场。（*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*，1997）

在政府"柔性"政策的推动下，4 家交易所终于在 1974 年 7 月同意组成联会，就未来股票市场的发展路向和合并事宜交换意见，而香港证券交易所联会（The Hong Kong Federation of Stock Exchanges，简称"联会"）则在这样的背景下产生出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

正当“联会”会员按既定程序磋商以何种方式合并或合并时间表等问题时，“香港会”与“远东会”之间已私下接触，并于1977年4月6日正式向外发表公布，表示“两会”已达成自行合并的共识。该通告具体内容如下：

远东交易所有限公司及香港证券交易所有限公司两董事会同意两交易所可能合并。其方式为成立一家新交易所，并建议命名为“香港及远东证券交易所”。初步商谈达致如下建议：

（一）在联会董事会中，两家交易所将拥有相同的代表人数；

（二）在联会董事会辖下，将有两个附属董事会，各自分别管理其市场及会计。两交易所之会员将各自分别享有其原来隶属交易所之资产；

（三）联会董事会将在一指定时间内，使两交易所之上市、买卖、会员、会籍、纪律等规则划一；

（四）每一附属董事会开始时将独自主管其市场及财政。本交易所董事会对是项提议予以支持。在稍后开会时，会员将有机会发表意见。相关的合并事宜，须经会员特别大会通过才能执行。（《金银证券月报》，1977年4月）

消息公布后，政府、市场人士以至社会大众均表示震惊，并普遍认为“两会”私下的合并，只会激化股票市场的内部矛盾和分裂。《信报》社评便这样回应：“今次香港证券交易所及远东交易所突然提出合并，并非是四会合并的先声。这件事未曾在证券交易所联会上商讨过，因此颇令人感到意外，且可能酝酿交易所联会分裂的危机”（《信报》，1977年4月7日）。

之后，陆续有其他报章发表类似的评论，指出“两会”的“小合并”不但“徒具虚名、对股市也有害无利”，甚至有可能对香港经济及金融体制的长远发展带来负面冲击，呼吁“两会”顾全大局（《明报晚报》，1977年4月11日；《新晚报》，1977年4月11日；《星岛日报》，1977年4月12日）。当中，《大公报》的一篇特稿，更具体地透露“九龙会”和“香港会”也曾经私下商讨过合并事宜，显示“金银会”似乎备受孤立。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

香港目前有4家交易所,合并之议早在1975年9月就提出了,当时原意是“四合一”,证券监理专员也表示只要四会“本着合作友好意愿,相信会寻求满意的解决办法”。但现在一个值得注意的问题是:在这次“香港会”与“远东会”商议合并过程中,并未提及“金银会”和“九龙会”。虽然事后获悉“九龙会”也正在和“香港会”洽谈加入合并之事,但“金银会”却一直被蒙在鼓里,这就使证券界相关人士十分担忧。为何漏了一家呢?这是“无意疏忽”还是“有意排斥”呢?(《大公报》,1977年4月12日)

同月13日,《快报》一个股市专栏更尖锐地将“两会”的合并计划形容为“小联合、大分裂”,是业界的悲哀。该报这样说:

当本地股市近日逐步好转之时,却出现一种“小联合、大分裂”的情况。如果这种情况继续发展下去,将会给本港股市带来相当大的破坏性,其影响之坏,足使外来投资者却步。我们认为各方面应该摒除成见,团结一致,才是香港股市之福……目前情况外弛内张,我们恳切地向各方面呼吁,以大局为重,不要搞垄断,不要搞分裂,则本港股市才有前途。(《快报》,1977年4月13日)

正当媒体、社会和政府内部仍对“两会”合并之事议论纷纷,甚至呼吁不同界别或组织团结一致的时候,始作俑者的“香港会”主席施玉莹(F. R. Zimmern)突然宣布辞职。行动既令人联想到“香港会”内部明显也出现了重大分歧,也使事情露出了转机。

当“香港会”与“远东会”正紧锣密鼓筹备合并之时,中途突生枝节,相信两会合并之议,将不易实现,代之而起的四会合并,则或者可以实行。全力支持“香港会”与“远东会”合并的主席施玉莹,昨日向“香港会”提出辞呈。“香港会”主席一职,今日起由副主席莫应基暂代。(《工商日报》,1977年4月20日)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一如所料，由于“香港会”大部分会员不赞成单独与“远东会”合并，计划最终拉倒。另一方面，在政府的调停和拉拢下，四会同意在1977年5月成立工作小组，就实质合并事宜进行深入研究，希望加速合并步伐，以免夜长梦多、另生枝节(《金银证券月报》，1997年7月)。事实上，由于四会的资产、制度、会员人数以及会员牌费等均有所不同，讨论的过程仍免不了会出现一些争拗。幸好，在政府的密切关注和调停下，问题大多顺利得到解决(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)。

经过漫长的讨论，联合成员终于同意“四合一”的具体合并安排，并在1980年7月成立香港联合交易所(The Stock Exchange of Hong Kong Limited，简称“联交所”)，为正式合并迈出了重要一步。为了配合“联交所”的成立，政府特别在同年8月的主法局会议上通过《1980年证券交易所合并法案》(*The Stock Exchanges Unification Ordinance*, 1980)，赋予新交易所法律上的保障(*The Hong Kong Government Gazette*, 1980)。

到1981年10月，“联交所”以内部选举的方法产生了第一届管理委员会，其中主席为胡汉辉，副主席为李福兆、湛兆霖、王启铭及马清忠，至于委员则有孔宪绍、应子贤、许达三、李和声、钟立雄、曹绍松、叶黎成、吴兆声、余金城、冯新聪、顾家振及徐国炯等人。由于会章规定主席任期不得超过两届，胡汉辉完成第二任期后，主席一职便由李福兆顶上。而李福兆两届任期完满后，又再次由胡汉辉担任。可惜，胡氏在任期间不幸于1985年7月30日因病去世，主席一职便再由李福兆担任，直到“联交所”正式投入运作(The Stock Exchange of Hong Kong Limited, 1982－1996)。

同样是在1985年，经过一段颇长时间的酝酿和重组后，香港期货交易所有限公司(The Futures Exchange of Hong Kong Limited，简称“期交所”)终于获政府批准，并正式开业。该会主席为湛佑森，副主席则为李福兆，其他委员则分别有聂高拉(R. B. M. Nicholas)、胡汉辉及李明(B. Leeming)等人(Hong Kong Futures Exchange Limited, 1986)。期货交易所开业之后，恒生指数期货合约便在该年的5月6日开始买卖。第一天的成交额已达1 075张，显示市场反应极为热烈。之后各年，交易额更以倍数增长，并迅速发展成世界第二大期货交易市场，地位仅次于美国的芝加哥期货市场(应贤，2004)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

香港是一个自由经济体系，政府很多时对市场的运作都不会干预。股票市场也是如此。1972 年前，不但交易所的存废不受管制，会所之间的合并与否，也被视作一般商业行为，与政府无关。70 年代起，股票买卖不再是少数人的玩意，而股票市场也变成了香港金融体系重要一环，与民生、经济及社会息息相关，因而引来了政府的高度重视。虽然政府原则上希望 4 家交易所可以自行商讨合并，但过程中的分歧和枝节，却不能完全控制，甚至只能担当协调或引导的角色。正因为政府的角色被动，而各交易所之间又有太多分歧，合并计划才会一拖再拖，甚至要花上 12 年时间才能完成。

四会一统与股市急升

1986 年，香港股票市场进入一个新纪元。该年，经过 12 年筹划的四会合并终于落实，使业内人士十分雀跃。另一方面，自《中、英联合声明》签署后，香港的大局基本确定，市场对前途问题的忧虑也大幅消减。结果，在各方面利好消息的刺激下，该年的股市表现出类拔萃，不单只成交量创新高，恒生指数也升幅惊人，令很多投资者笑逐颜开。

自“联交所”成立后，寻找一个足以供所有会员及投资者买卖的场地一直被视作一项难度极高的挑战。由于政府希望四会可以尽早合并，当知道“联交所”为场地问题而大费周章时，便答应在快将拍卖的中环干诺道中海旁，邻近康乐大厦(即现时的怡和大厦)地皮中，加入附加条件，要求中标财团将该商厦命名为交易广场(Exchange Square)，而大厦的第一至第四楼约 40 000 平方尺的楼面，则交给政府，再由政府以象征式租金“租”给“联交所”，租约为期 20 年(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)。结果，该地皮由置地公司投得，并于 1985 年完成。之后，交易大堂及办公室等场地便交由“联交所”自行装修、设置电线、电话线及电脑系统等等。当一切配套设施完成之后，交易所便正式开始营业(The Stock Exchange of Hong Kong Limited, 1986)。

1986 年 3 月 27 日，香港证券交易所、远东交易所、金银证券交易所及九

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

龙证券交易所在收市后共同停止营业，为四会鼎立时代画上了句号。4 月 2 日，另一段重要历史于焉展开。该日上午 10 时整，在一片喜气洋洋、热热闹闹的欢呼声中，“联交所”主席李福兆邀请财政司彭励治(J. Bremridge)、经济司易成礼(J. F. Yaxley)及金融司林定国(D. A. C. Nendick)等人在交易大堂内进行一场简单的买卖仪式，宣布新交易所正式开业。第一个在新交易所内买卖股票的人，是财政司彭励治；而他买入的第一只股票，则是太古洋行，原因之一是彭氏曾为该集团的主席，原因之二是太古洋行在行内被称作“大吉祥”，认为该股是“好兆头”的象征。该日，共有 323 只股票“挂牌上市”(即四会时已上市)，成交股数为 33 129 712 股，至于成交金额则有 226 353 126 元(The Stock Exchange of Hong Kong Limited, 1986；吕景里，1986)。

新交易所及新电脑系统启用初期虽有若干技术及适应问题，但很快便得到解决。事实上，由于新系统启用初期投资者仍态度审慎，交投不算活跃，管理层因而可以有较充裕的时间作出应变及调整。经过两个多月的磨合和适应，整体运作也逐渐上轨道。恰恰也在这个时候，在多项有利因素刺激下，市场变得炽热起来，至于全新电脑自动对盘系统所发挥的功效，更引来了市场人士及国际社会的赞扬(Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History, 1997)。同年 9 月 22 日，“联交所”被国际交易所联会(Federation Internationale des Bourses de Valeurs)接纳为正式会员，香港作为国际金融中心的地位，又一次得到了国际社会的肯定。

同年 10 月 6 日，交易所再举办一场盛大的开幕典礼(Grand Opening)，借以向外公布香港股票市场的重大蜕变。该日早上 9 时 30 分，在港督尤德(E. Youde)主持“醒狮点睛”仪式及大锣大鼓的“舞狮”表演后，港督宣布香港联合交易所正式进入一个全新时期。当晚，交易所在红磡体育馆筵开 300 多席，宴请 3 000 多名中外来宾，而香港股票业也在载歌载舞、觥筹交错的谈笑声中掀开了另一篇章(The Stock Exchange of Hong Kong Limited, 1986)。

除了 4 个交易所合而为一的梦想成真外，指数突飞猛进，并不断挑战历史高位的情况，同样令投资者如醉如痴。踏入 1986 年的首个交易日，恒生指数已迅速飙升，并于 1 月 7 日突破 1981 年 7 月 17 日的历史高位，达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1 826.84点。之后,受纽约股市急跌及马来西亚华人领袖陈群川事件引致嘉华银行资本重组泡汤等因素影响,指数反复下降至1月31日的1 695.78点。

2月份,刚巧是中国农历新年的长假期,交易日不多。在假期气氛的影响下,股市交投淡静,指数变动不大。进入3月份,股市仍因欠缺方向而牛牛皮皮、不上不落。虽然交投略有增加,但指数则软弱无力,投资者多持观望态度,似在等待四会合并后的新局面。该月月底,恒生指数微跌至1 625.94点。

4月份,香港联合交易所正式开业,并采用了电脑化的自动对盘方式交易。虽然投资者对新交易所及新系统态度观望,但市场气氛仍算正面。经过半个多月的运作后,投资者信心渐增。由于各大企业公布的业绩优于预期,市场买盘明显增多,而指数也拾级而上。该月月底,恒生指数以1 836.99点收市。5月初,股市基本上仍保持强势。稍后,虽然官地拍卖理想,而外围气氛又大多做好,但指数则在部分投资者"趁好消息出货"的影响下掉头向下,并反复跌至5月30日的1 786.96点及6月29日的1 739.11点。

所谓"五(月)穷六(月)绝七(月)翻身",踏入下半年,股票市场明显渐见升温。7月下旬,受美国调低利息及置地计划将牛奶国际上市等消息的刺激,交投变得活跃,指数也重上1 800点的关口。到了8月份,在企业表现理想、银行减息及外资涌入等利好消息的影响下,恒生指数屡创新高,不但在短期内突破1 900点心理关口,并有一口气冲向2 000点的趋势。之后,由于获利回吐,指数回落至1 900点边沿。9月30日,恒生指数报收1 913.00点。

进入10月份,股市不但没有因为指数处于高位而停滞不前,恰恰相反,在配股、收购及海外资金涌入等因素的推动下,股市不但突破了2 000点的大关,还在10月23日升上2 355.93点的高位。该月月底,恒生指数报收2 315.63点,成交量更创出1973年以来231.25亿元的最高纪录。在获利回吐的影响下,11月初的股市曾略为偏软,但稍后又在政府经济数据超出预期的影响下,穿越2 400点的心理大关。

尽管大市已经历了5个多月的"劲升"(大幅度攀升),12月的交投仍然活跃。月初时虽然曾因港督尤德在北京遽然逝世而稍为回落,但仍稳守2 400点关口。后来,在连串收购消息的刺激下,指数进一步冲破2 500点大关。该月月底,恒生指数以全年最高位的2 568.30点收市,较1985年上升

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

46.6%,至于全年总成交量则为1 231.42亿元,较1985年上升62.4%,表现十分突出。

该年,分别有星岛报业(Sing Tao)、大家乐(Cafe de Coral Group)、国泰航空(Cathy Pacific Airways)、玉郎机构(Jademan Holdings)、奔达国际(Bond Corporation International)、伟易达集团(Video Technology International)、牛奶国际(Dairy Farm International Holdings)及大东电报(Cable & Wireless)等8家企业宣布上市(《香港年鉴》,1987;The Stock Exchange of Hong Kong Limited, 1987)。

从一个宏观的角度上看,四会的合并不单只结束了过往各自为政的局面,也因彼此间发挥了协同效应(synergy)而大大提升了市场的综合竞争力,为香港日后发展成国际金融中心地位奠下了重要基础。但是,从另一个角度上看,由于市场从竞争走回垄断,过去那套借自由竞争而约束从业者行为的机制,慢慢便因失去相互制衡而出现问题,而这恰恰正是日后"联交所"闹出"只手遮天、贪污舞弊"丑闻的潜在原因(*Stock Market Artifacts and Archives Collection*: *Oral History*, 1997)。

英资迁册与中资挺进

自中、英两国就香港前途问题进行谈判开始,社会上便经常传出英资财阀信心不足的消息(*Financial Times*, 19 December 1980; Cottrell, 1993)。事实上,自吸取了共产党统一中国而英资企业被逼撤出大陆的教训后,企业高层对香港这个"借来的地方"心存芥蒂,不但在经营上偏向保守,业务扩展也多移向海外,藉以分散投资风险(方以端,1984;Crisswell, 1981)。

正因为这种对前景的潜在忧虑,自20世纪六七十年代起,英资大行在香港的发展反而大大落后于新崛起的华资企业,甚至出现华资吞并英资的情况。看到华资企业的迅速壮大,以怡和公司为首的置地公司在20世纪70年代末80年代初改变了过往的保守作风,并公开表示公司对香港前途有信心,也愿意以香港作为发展基地,希望借大举进军地产业而夺回昔日地产业龙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

头宝座(《星岛日报》,1982 年 4 月 7 日)。可惜,由于领导层错估中、英谈判的政治形势,并在中国政府宣布收回香港主权时触发的所谓“信心危机”问题中,陷入前所未见的财政困窘(冯邦彦,1996)。

正当前任怡和公司主席纽璧坚公开表示对香港前途满怀信心,并愿意以香港为发展基地的言论仍言犹在耳之际,新任主席 S. 凯瑟克便在 1984 年 3 月 28 日宣布将集团总部迁册百慕大,以行动说明集团对香港前途没有信心(《星岛日报》,1984 年 3 月 30 日及 31 日)。一如所料,英国政府虽然最终同意交还主权,但英资企业则因担忧失去政治庇荫而作出各种部署。迁册是一种方法,投资“国际化”则是另一种方法,至于将物业资产转为“可携带”资产如飞机、轮船等则属较为隐晦的“另类”方法(黄尚煌,1984;冯邦彦,1996)。

怡和公司的迁册行动,使我们想起当时身为香港中文大学兼读课程主任詹德隆较早前某个公开场合所说的一番话。在谈到香港的未来何去何从,而中国政府又会以何种策略收回香港时,詹德隆指出北京领导人将会在 4 个重要方向作出部署,藉以确保香港的顺利过渡和回归。这 4 个方向分别是:

> (一) 说服英国人(统治者)愿意走;
> (二) 说服美、日继续投资;
> (三) 说服本港专业人士留下;
> (四) 买下准备撤走人士(商人)的产业,作为安定繁荣的安全网。(《星岛日报》,1984 年 1 月 22 日)

事情的发展和詹德隆的分析颇为吻合。事实上,当时除了怡和系公然宣布迁册外,其他英资大行(包括部分华资公司)也披起了“国际化”的外衣,并以不同方法将业务和资产向海外转移,借以购买政治保险。

面对英资企业急流勇退带来的冲击,中国政府也不敢怠慢,除了私下游说美、日等国投资香港外,又积极安排中资企业趁英资撤离的空当,将其资产吸纳。其次,中央领导又多次向亲北京的本地华资企业保证,指中国政府会确保香港的繁荣稳定,希望他们“以港为基,留港建港”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从种种迹象上看,正当大多数英资企业因担忧前途问题而以不同形式转变投资组合,甚至减持香港股票时,美资公司则“反其道而行”,并以低价吸纳了大量优质股份,增加在香港的投资比重。对于美资公司的做法,《星岛日报》的一篇专题报道,颇能说出当时市场中的一些微妙转变。

受前途问题困扰,今年7月,本港股价暴泻,而很多英资退出市场之际,很多美国投资者则没有将资金调走。9月份,香港前途草签前的10个月内,美国投资者乃本港股票的“净买家”(单一买家),显示美资对香港的信心反而较英资强。(《星岛日报》,1984年11月6日)

正如上一章中谈到,自改革开放政策落实后,某些早已在港扎根的中资企业便迅速增加在港的投资,也有另一些新创立而以国家作后盾的企业先后到港设立分公司或代表处,提升企业在香港的地位。这种做法一方面可为中国“四个现代化”建设作出贡献,另一方面则可发展成一股稳定香港社会,并推动其经济发展的重要力量。

自从中、英双方就香港前途问题进行会谈后,中国资金在本港之投资尤其惹人注目,外间之揣测是此举目的之政治性大于经济性,安定人心作前提,经济收益还是次要……事实上,过去多年来,“中资”通过各种渠道在本港之投资,数以百亿元计……在1979年以后,中资渗入香港之速度加快,投资额也一宗比一宗大。(吕景里,1984:4)

事实上,香港前途问题谈判开展后,中国政府已意识到英资财团或者会趁着局势不明朗的时候做出不利香港的行动,给主权谈判和平稳过渡带来障碍。由是之故,中国政府便相对地增加中资企业在港的投资和活动,借以稳定香港经济,减轻英资企业一旦撤出所造成的巨大社会震荡。

当时的中资机构粗略地可分为三大类。一类以地方政府作后盾,如粤海投资、粤秀企业、青岛啤酒等;一类以中央政府作后盾,如华润集团、招商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

局；另一类则属公、私结合，如中银集团（由“十三行”所组成）、中国海外建筑、光大集团、紫光实业、中国国货等。这些企业的业务遍及货仓、码头、建筑、能源、银行、信贷、交通运输、电子制造、粮油食品、零售批发及进出口贸易等等，与香港的民生和经济息息相关（吕景里，1984）。

虽然中资企业在香港的经济实力不容低估，但在金融体系——尤其股票市场——的影响力则颇为微弱。由是之故，以宝生银行及新华银行为代表的中银集团，便在1983年开始逐步将影响力向股票市场伸延，并渐渐发展成股票市场内的一股强大力量。

> 本港股票经纪业人士称，中国银行的姊妹行——宝生银行和新华银行，计划于1984年初参与香港股票市场，替中国大陆的投资者买卖证券……（两家银行）与本港一位股票经纪，计划组织一间联营公司——中贸证券公司，并通过该名经纪而取得远东会和金银会的会籍……宝生银行一位发言人称，（两家银行）已与某一合伙人达成协议，计划斥资500万元设立中资证券公司，而该公司将于明年初开始营业，目的是显示中资集团在本港拓展业务的决心。（《星岛日报》，1983年12月23日）

正如邓小平所说：“金融很重要，是现代经济的核心。金融好了，一着棋活，全盘皆活”（邓小平，1993：366）。中资企业及华资企业在那个转变中的年代增加在香港金融市场的投资，不但可以减少股票市场的震荡，也为整个经济体系注入另一股强劲的动力，并支持了香港经济的长远发展。

相对于以政府作后盾的中资企业，以家族及私人名义为单位的本地华资企业，不单只实力不容低估，在赢取民心、平衡利益及稳定大局方面的作用，更非其他性质资金所能替代。正如第十二至第十五章中谈到，华资企业乘着股票市场开放之机会迅速崛起后，已成为香港经济的主体力量。改革开放后，中国政府也积极地争取这批同祖同源、根叶相连的华人企业家返回内地投资，希望借着他们的力量推动国家的经济建设。

事实上，中国政府在20世纪80年代推行的开放改革，对香港华资企业的发展而言，同样是一个千载难逢的机遇。经过六七十年代的高速成长后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

到了 80 年代,香港的工业和经济已经到了强弩之末的阶段,在高租金、高工资和多规管等压力下,香港的竞争力已日渐退减。中国大陆极为低廉的劳动力、地皮、原材料、土特产、制成品以及庞大的市场,不单为香港的工业和经济发展带来转机,也让华资企业联系东西、沟通内外的角色更形突出,而这恰恰正是百多年前英资巨贾得以崛起的最大本钱。

正因为这种竞争优势上的此消彼长以及内外政局上的微妙变化,华资企业才能反制英资企业,迅速地掌控了香港经济的发展方向。至于俟后李嘉诚收购香港电灯和青洲英泥、包玉刚控制会德丰、李兆基接掌中华煤气及刘銮雄狙击香港大酒店等,才会变成当时社会时刻谈论的焦点。

最后,我们不妨以恒生指数成分股的变动,谈谈英资、华资实力之间的此消彼长和起替兴落。单从数量上看,在 1973 年香港股票市场开放不久,在 33 只恒生指数成分股中,英资占了 25 只,嘉道理家族的犹太资本占了 2 只,余下的 6 只才属华人资本,英资与华资强弱悬殊,清楚明晰(参考第十二章的表 12.1)。经过 10 多年的发展和竞夺,到 1986 年,33 只指数成分股中,英资只占 9 只,嘉道理家族的犹太资本仍占 2 只,而余下的 22 只则全属华人资本(表 16.1)。很明显,华人资本已取代英资企业成为香港股票市场的主体力量。正因为华资企业的实力已今非昔比,并能迅速填补英资企业撤资和迁册时所产生的投资真空,社会、经济及政治各层面的震荡,才得以有效的舒缓和消减。

表 16.1　1986 年恒生指数成分股资料摘要

企业名称	实收资本(万元)	主要业务	主要资本	主要负责人
东亚银行	28 327	银行	华资	李福和
恒生银行*	183 428	银行	华资	利国伟
汇丰银行*	943 576	银行	英资	M. Sandberg
怡和策略控股*	55 938	证券	英资	S. Keswick
中华电力*	480 000	电力	犹太	L. Kadoorie
中华煤气*	16 216	煤气	华资	李兆基
香港电灯*	295 521	电力	华资	G. C. Magnus
香港电话*	183 739	电话通讯	英资	李国宝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续　表）

企业名称	实收资本(万元)	主要业务	主要资本	主要负责人
九龙汽车*	25 833	公共运输	华　资	胡百全
长江实业	78 879	物业地产	华　资	李嘉诚
恒隆地产	57 210	物业地产	华　资	陈曾焘
恒基兆业	263 800	物业地产	华　资	李兆基
置地公司*	585 052	物业地产	英　资	S. Keswick
香港置业信托(A)	16 753	地产财务	华　资	吴光正
希慎兴业	393 716	物业地产	华　资	利荣森
新世界发展*	107 998	物业地产	华　资	郑裕彤
新鸿基地产	97 457	物业地产	华　资	郭得胜
大昌地产	38 663	物业地产	华　资	陈　斌
九龙仓*	171 250	综合企业	华　资	吴光正
香港电视	21 000	电视娱乐	华　资	邵逸夫
和记黄埔*	850 270	综合企业	华　资	李嘉诚
怡和控股*	82 608	综合企业	英　资	S. Keswick
宝光实业	13 793	钟表电子	华　资	黄子明
太古实业(A)*	77 268	综合企业	英　资	H. M. P. Miles
隆丰国际	102 424	财务投资	华　资	吴光正
青洲英泥	15 206	建筑材料	华　资	李嘉诚
港机工程*	6 173	飞机工程	英　资	H. M. P. Miles
南联实业*	9 508	纺　织	华　资	安子介
香港大酒店*	24 663	酒店旅游	犹　太	H. Kadoorie
美丽华酒店投资	32 357	酒店投资	华　资	何　添
油麻地小轮*	16 635	公共运输	华　资	刘镇国
国泰航空	53 047	航空运输	英　资	H. M. P. Miles
牛奶国际	30 204	食品投资	英　资	S. Keswick

* 1973 年时的恒生指数成分股。
资料来源：《香港股票资料手册》，1986

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

结　语

从历史发展的角度上看,《中、英联合声明》不单为香港的主权回归和未来发展定下了重要的框架,也抚平了当时社会颇为浮动的人心,为平稳过渡奠下重要基石。从过去的事件中看,股票市场是很容易受不明朗因素困扰的。当香港前途问题的阴霾消散后,投资者的信心也逐渐恢复,而股票买卖则变得活跃起来,恒生指数也摆脱了以往软弱无力的困局,节节上升,甚至不断突破历史高位,使很多投资者大获其利。

四会合并和联合交易所的开业,可说是香港股票市场发展中一个重要里程碑。由于合并行动大大地提升了香港股票市场的综合竞争力,香港作为国际金融中心的地位和角色,也愈见壮大和突出。与此同时,由于香港加入了国际交易所联会,并吸纳了大量实力庞大的外资证券公司及经纪,规模较小的本地经纪反而在这个"国际化"浪潮中受到了很大冲击,有些甚至因此而走上了结业之路,得失成败之间,有时又会令人不胜唏嘘。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十七章

八七股灾与停市争拗

经历过1973年股灾的沉痛教训和漫长的康复后，香港股票市场几经波折才在《中、英联合声明》的签署及四会合并等利好因素刺激下迎来了另一个令人迷醉的“牛市”。可惜，好景不长。当一众股民仍在追波逐浪、如醉如痴之际，另一场惊心动魄的股灾又悄然降临。无论是对股票从业员而言，还是对交易所管理层、公众投资者或政府而言，1987年这场股灾所付出的代价，都极为高昂，至于当中应该吸取的教训，同样极为巨大。

从另一个角度上看，股灾的冲击虽然巨大，但当中引发出来的问题和争论，同样极为震撼。其一是停市决定漠视了公众利益，其二是“联交所”权力过大，其三是委员牵涉收受利益问题，其四是政府监察不力，官员渎职失责。虽然事件已过了一段颇长时间，但很多人仍耿耿于怀，既不想忘记，亦未必可以忘记。以下让我们先谈谈这场股灾的来龙去脉，之后再探索问题的症结所在。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

风高浪急与十月股灾

由于香港前途问题顺利解决，自 1984 年底起，投资信心已渐次恢复。经历 1986 年下半年的急速升市后，1987 年年初曾经略为降温，但不久又迅速向上，并在 1 月份第 2 个星期超越 2 600 点关口。月中，受胡耀邦辞去中共中央总书记一职消息的影响，投资者又变得踌躇和观望。虽则如此，在中信投资购入国泰航空 12.5%股权及嘉华石业(K. Wah Stones)新股上市认购踊跃等因素左右，股市又“欲跌无从”。该月，恒生指数只在 2 600 点关口徘徊。到了 2 月份，受外围股市向好及新股上市反应良好的刺激，股市重拾升轨。而新鸿基地产以 13.5 亿元购入置地公司大批地皮的举动，更令投资者相信新崛起的华资企业仍然看好未来物业市场，使买盘如潮。恒生指数也从 1 月底的 2 553.05 点迅速上升至 2 月 23 日的 2 879.01 点。

承接 2 月份的余威，3 月的股市仍充满活力，并持续上升至 3 月 6 日的 2 939.05点。之后，受部分企业重组及发行 B 股等具争议性消息拖累，股市终于出现较大幅度的技术性回吐，并反复下跌至 3 月中旬的 2 649.58 点。不久，受银行调升利率、企业放弃发行 B 股而证监会又公布以后不会再接受 B 股申请等消息的影响，4 月份的股市便一直显得颇为低沉，成交也不甚活跃。该月月底，恒生指数以 2 589.54 点收市。

经过 1 个多月的整固后，5 月份的股市在官地拍卖理想及中信投资以 3.5 亿元购入湾仔熙信大厦消息刺激下明显转趋活跃，买家吸纳优质地产股的情况尤为突出。该月 28 日，恒生指数升上 2 949.06 点的历史高位，直逼 3 000 点关口。正当银行公会再次加息而一般投资者又以为股市将会回吐的时候，股市并没有从预期中的“高位”跌下来。相反，在买盘不绝的带动下，指数很快便冲破了 3 000 点关口，并在 6 月 24 日升至 3 178.98 点。

踏入 7 月份，由于海外资金陆续涌入而配股消息略见收敛，股票市场仍然保持上月的强势，股民更是欢喜雀跃、笑逐颜开。该月月底，恒生指数已飙升至 3 479.24 点。所谓“位高势危、风高浪急”，部分投资者从 8 月份起已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

获利回吐，并逐渐减持手上股票，也有部分企业趁着股市热火朝天之际批股集资，计划扩张。虽然大市回吐压力很大，但在外资不断涌入的情况下，沽出的股票又很快被市场吸纳。结果，该月的恒生指数又进一步上升至3 611.74点，再创历史新高。

9月份，当某些投资者以为大市快将回吐并纷纷出售套现时，股市仍气势如虹，交投活跃。一些重磅股如长江实业、和记黄埔、香港电灯、联合海外、华人置业及信德企业等更先后宣布批股集资，筹谋扩张。虽然市场的供应大增，但在收购置地公司等传闻的刺激下，买盘仍如潮涌现。结果，该月月底的恒生指数又再破纪录，报收3 943.64点。

10月份可说是1973年以来最为波动的一个月。承接着9月份的升势，指数曾在10月1日升上3 949.73点的历史高位。之后，在沽盘压力大增的情况下，股市虽然已渐露疲态，但却没有丝毫急跌或大跌的迹象，甚至有投资者仍然预测恒指快将穿越4 000点。10月19日，当香港电话公司宣布将会与香港大东电报局合并，并成立一家新公司——香港电讯公司(Hong Kong Telecommunications)时，股票市场则突然受纽约股市大跌的拖累而突然急跌420.81点——即由3 783.20点急降至3 362.39点，跌幅之大、跌势之急，引起了经纪、投资者、政府及交易所管理层的高度关注。

面对股票市场的风高浪急及美国股市的跌势未止，“联交所”管理层在10月20日早上8时30分召开紧急会议，并指按《香港联合交易所规则》(Rules of the Exchange)第203条、第204条第11节及第572条等赋予的权力，决定停市4天，一方面希望让投资者冷静下来，避免恐慌性抛售引来的市场失序；另一方面则希望让经纪有充足时间清理积存交易，以免对金融系统造成连锁性的冲击(《星岛日报》，1987年10月21日；*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*，1997)。对于当时管理层讨论停市的情况，前“联交所”副主席王启铭这样说：

到星期二开会时，我们讨论了两个小时，全体委员都有出席，并分别发表了意见。有会员认为应停市1天，也有会员认为停市1天起不了作用，因为若只停1天，问题仍没法解决。所以我们建议停市4天，清除积压交易……最重要的是，我们的主席李福兆在清

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

晨4时已致电财政司，他是同意停市的，但后来他竟说自己在电话上的承诺，不可作准。当时我也在场，听着主席致电证监专员晏士廷(R. Austin)，告诉他开会地点，并邀请他派人来，但他却不派人下来。我们征询他停市的意见，他又表示赞成。既然我们已征询了财政司和证监专员的意见并获得允许，我们还有什么地方是做得不对的呢？(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)

至于另一名前副主席马清忠也异口同声地指出，政府官员由财政司、金融司到证券监理专员均同意"联交所"的决定。他愤愤不平地说：

当日大部分委员都有出席会议，包括李福兆在内，总共有委员20多人，但并非所有委员都有出席。李福兆表示，在开会前一天，纽约股市下跌了600多点了，他表示曾致电财政司翟克诚(M. Jacobs)，翟克诚在电话中向他表示不反对停市。李福兆当时的想法，是希望避一避纽约的下跌浪，他表示曾致电金融司林定国(D. A. C. Nendick)，而林定国也表示没有意见。此外，他也曾致电证监专员晏士廷，他同样没有意见。(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)

虽然管理层一致决定停市，而决定又得到政府官员的首肯，但大部分投资者、从业员及社会人士均提出强烈批评(详见下一节)。到了10月26日股市重开之时，投资者不但没有如"联交所"管理层原初的预期般"冷静下来"，反而刺激起股民恐慌性的抛售行为，使恒生指数急挫1 120.70点，令整体市值单日损失了三成多。对于当时市场的急转直下，《星岛日报》的新闻头条便这样记载：

大市在上周黑色星期一大跌410点后，停市4天仍无补于事。昨日复市即大幅低开300多点，其后甚至出现恐慌性裂口下跌，恒指收市下跌了1 120.70点……以本港上市公司总值6 300亿元计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

算,昨日本港上市公司总值再损三分之一,现市值只剩 4 200 亿元。如果一连积累两个跌市计算,市值则损失四成,损失金额达 2 800 亿元。(《星岛日报》,1987 年 10 月 27 日)

另一方面,该报还做了一些深入访问,了解部分小股民的心态及投资得失。该报这样描述:

昨日交易所收市后,一名谢姓女股民在广场表现得极为沉重,红着眼,差点流下泪来。据她表示,因为做"孖展"以 20 多万元买入 100 万货,现时"斩仓"后 20 多万元已全部亏蚀。而另一名在银行观望市况的女股民则表示,股市急跌后,她已不知最终结果会如何。她所持有的 10 000 股蓝筹股已跌价一半,想抛售又没有买家,现时虽然惊怕,但却无计可施。在散户集中的银行内,整日挤满数百人,弄得水泄不通,股民全神贯注地看着股市走势之余,更夹杂着无数的抱怨声。(《星岛日报》,1987 年 10 月 27 日)

在那个"兵荒马乱"的时刻,投资者"损手烂脚、伤痕处处"实在不难想像。事实上,为了力挽狂澜,港府及市场人士曾经尝试以不同方式"救市",例如调低利率、放宽收购合并规定及贷款给期货保证公司等(详见下一章)。可惜,因当时投资者信心仍然极为薄弱,措施并没有即时收效。结果,到了该月月底,恒生指数报收 2 240.13 点,较上月月底下跌 43.2%。

11 月中旬,股市曾因短期跌势过急而出现技术性调升,但不久又跌回原位。12 月初,股市同样疲不能兴,并一度跌至 12 月 7 日的全年最低位——1 894.94 点。之后,在外围局势稍稳而累积跌幅过大等因素牵扯下,指数才略为回升。结果,该年年底的恒生指数以 2 302.75 点收市,较上一年下跌 10.3%,至于全年总成交则为 3 714.19 亿元,比上一年大幅增加 201.6%(《香港年鉴》,1988;The Stock Exchange of Hong Kong Limited, 1988)。

综合而言,由于股灾前市道炽热,新上市的企业颇多。举例说,该年新上市的公司便有陆氏实业(Luk's Industrial)、庄士机构(Chuang's Consortium)、银资国际(Keady Limited)、品质企业(QPL Holdings)、嘉华

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

石业(K. Wah Stones)、天安中国投资(Tian An China Investment)、创先投资(Chasia Property)、永新企业(Novel Enterprises)、罗氏针织(Law's Fashion Knitters)、香港兴业(Hong Kong Resort)、顺豪地产(Shun Ho Lands Investment)、熊谷组(Kumagai Gumi)、文华东方国际(Mandarin Oriental International)、虎豹兄弟国际(Haw Par Brothers International)、华盛国际(Wah Shing Toys Consolidated)、大新金融集团(Dah Sing Finance Holdings)、丽新制衣国际(Lai Sun Garment International)、谢瑞麟珠宝(Tse Sui Luen Jewellery)、嘉宏国际(Cavendish International Holdings)、友利电讯工业(Universal Appliance)、万胜证券(Mansion House Securities)、冠亚商业(Asia Commercial)、通用电子(General Electronic)、东方报业(Orient Press)、太平协和(Pacific Concord)、善美电脑(Semi-tech Microelectronic)及宝隆洋行(East Asiatic)等27家,属1973年以来最热闹的一年(The Stock Exchange of Hong Kong Limited, 1988)。

灾后救援与停市争拗

针对10月底市场气氛急速逆转及突然停市带来的巨大冲击,政府和业界曾推出多种“救市措施”,希望可以尽快稳定人心、恢复市场秩序。这些措施大略可分为五大类:(一)贷款支持香港期货保证公司,以免引起市场连锁反应;(二)大幅减息,借以减少买入股票的机会成本;(三)放松收购守则,刺激收购合并;(四)更换管理层,平息争议;(五)成立检讨委员会,借以找出行业面对的问题。

当美股在10月中持续大跌而引致港股10月19日急挫400多点时,“期交所”已发现某些客户“走数”(不承担合约责任),期货经纪也无法追回合约按金。以当日跌市比例计算,须“补仓”的价值为3.82亿元,但当时仍有1.08亿元没法追回,26日的情况就更加严重了。据“期交所”主席湛佑森的反映,香港期货保证公司(Hong Kong Futures Guarantee Corporation Limited)只有1 500万元资本额和750万元累积储备金,以这样微薄的存储,实在无法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

应付这次突如其来的大风暴。倘若期货市场崩溃，期货经纪只能出售股票套现，这样便会对股票市场造成更大压力，并进一步摧毁整个金融体系（陈耀红，1987；应贤，2004）。

有鉴于此，港府及多家银行如汇丰银行、渣打银行及中银集团等迅即安排了40亿元现款，借给香港期货保证公司，使其能承担对期货交易所会员之承诺，借以稳定金融系统（《星岛日报》，1987年10月28日），而政府则会从日后的期货交易中按每张合约买卖征收30元，以及从股票交易中按交易额征收0.03%之特别征费（special levy），用以偿还这笔贷款及相关利息。

与此同时，为了进一步舒缓市场的忧虑情绪，以防投资者因股票市场气氛逆转而匆忙将资金撤走，银行公会在10月26日迅即宣布将利息由8.5厘调低1厘至7.5厘，希望减低股票买卖的机会成本。两日后的10月28日，公会又再宣布减息1厘——即由7.5厘再减至6.5厘。虽然短期内利息大幅下降，但投资气氛仍不能立即扭转。

收购合并是刺激股市买卖的其中一个有效方法。有鉴于早前有市场人士批评政府将全面收购触发点（trigger point）——即跨过该点便须提出全面收购——定于三成半水平过于严苛，股灾发生时身在三藩市的收购及合并委员会主席晏士廷立即在10月26日宣布豁免该项限制1个月，希望藉此刺激收购活动，挽救低迷的投资气氛。

另一方面，由于停市的决定备受非议，两个交易所的管理层决定“退下火线”。结果，“期交所”主席湛佑森及副主席李福兆在10月25日表示辞职，空缺分别由地下铁路公司主席李敦（W. Newton）及助理证券专员霍秉义（P. Thorpe）补上。至于“联交所”的管理层，则借委员会换届时进行改选。备受争议的李福兆退为副主席，而主席则由冼祖昭出任，王启铭、马清忠和湛兆霖仍留任副主席，至于余金城则获补选为副主席。但是，这个调动明显给人有“换汤不换药”的感受，整个管理层并没出现实质的转变。

传统上，当社会出现重大事故时，政府通常都会成立特别委员会，查找不足。这次事件也不例外。11月16日，接替突然逝世的尤德港督一职的卫奕信（D. C. Wilson）迅速宣布成立证券业检讨委员会（Securities Review Committee），一方面希望就证券行业的现况和未来发展路向进行深入检讨，另一方面则希望借此安抚公众，平复投资者的伤痛（详见下一节）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在政府、金融机构及市场人士合力“拯救”下，股市跌势虽止，但投资者及社会各界对管理层贸然决定停市的举动，则十分不满，批评指摘之声更是纷至沓来、此起彼落。支持的一方认为停市既可让投资者冷静，也让股票经纪有时间清理积压，这样便可避免市场出现环环相扣的骨牌效应，冲击香港的金融体系(《星岛日报》，1987 年 10 月 21 日；*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*，1997)。

但反对的一方则指出，停市不但破坏香港自由市场的传统及国际声誉，也损害公众投资者的利益，窒碍香港的金融及经济发展(饶余庆，1987；《星岛日报》，1987 年 10 月 27 日；11 月 26 日；12 月 19 日)。事实上，“联交所”让“市场冷静下来、让经纪清理积压，借以防止因过度抛售而冲击金融体系”的说法，一直备受质疑，也被讥为“鸵鸟”。有论者甚至以“折断了寒暑表，天气并不会因此而改变”而暗讽停市的决定脱离现实(陈耀红，1987：18)。

在这次停市风暴中，交易所管理层自然成为众矢之的，但政府官员的疏忽卸责，同样不应姑息。正如上文提及，在商讨停市的事宜上，各级政府官员已获得了咨询，而相关决定更得到他们的首肯。但是，当决定受到社会批评时，官员则诿过于人，甚至将责任推得干干净净。这种做法，实在更令人气愤。在一篇访问文章中，《信报》财经记者陈耀红的报道，更加让我们清晰地看到政府官员“官字两个口、前后不是人”的嘴脸。文章这样写：

> 根据联合交易所主席李福兆在 11 月 9 日的一封公开函件显示，停市的决定，联合交易所曾咨询过财政司、金融司，以及证券监理专员晏士廷，并取得他们的同意……金融司林定国在接受笔者访问时表示，港府不是同意(停市的决定)，而是“接受”联合交易所停市的建议，因为港府不能冒一个风险，就是不停市可能会出现大规模的倒闭。另一位港府高级官员亦表示，港府不干预市场，因为如果勒令立即开市的话，港府需要负起全部后果。(陈耀红，1987：20)

事实上，港府专职部门对金融制度的监管一直不足，一些重大缺漏往往要等到事情发生后，才“亡羊补牢、修修补补”。这次的停市决定，正揭露了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

政府官员的疏忽和渎职(饶余庆,1987)。如果深入一点看,我们会发现两个交易所之所以可绕过政府,自把自为,其实正是政府官员一直监管不力,令问题弄大。虽然官员颟顸拙劣,甚至前言不对后语,但在整个事件中则没有一位需要因此而鞠躬下台,港府严人宽己、诿过于人的举止,实在也很令人失望。

概括地说,这次股市灾难不但凸显了交易所管理层漠视公众利益的专断独行,也揭示政府相关官员的疏忽渎职,使香港国际形象受损。金融经济学者周亮全所说的一段话,多少可以总结了这次股灾的代价和教训。他说:

> 这次危机充分暴露了交易所组织及管理的不善,以及监管当局的疏忽和失职,并给投资者和市民带来数以亿计的额外损失,更贻笑国际,代价可谓大矣。(周亮全,1997:358)

专案调查与市场改革

正如前文所述,股灾发生不久,港督卫奕信立即宣布成立证券业检讨委员会,就行业的现况和发展进行检讨。而英国证券业专家戴维森(I. R. Davidson)被委任为主席,其他成员包括陈寿霖、刘华森、潘永祥、苏仁曾及百富勤的创办人杜辉廉等人。据《星岛日报》的报道,检讨委员会的职能主要有如下四项:

> (一)就最近金融风波对香港金融市场的影响作出调查。
> (二)就相关法例的运作进行检讨。
> (三)就恢复香港国际金融市场地位作出建议。
> (四)借以建立并恢复公众投资者对股票市场的信心。(《星岛日报》,1987年11月11日)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从1987年11月16日至1988年6月2日，耗时达7个月而花费达500万元的检讨委员会，终于完成相关调查，并在该日发表了一份厚达443页的调查报告书。该报告书名为《香港证券业的运作与管理》[*Report on the Operation and Regulation of Hong Kong Securities Industry*，俗称《戴维森报告书》(*Davidson Report*)]，内容不但阐述了香港金融市场的状况和预期发展趋势，还分析了“联交所”、“期交所”及两个监察机构所存在的问题。除此之外，报告书更提出了多达162页建议，为香港股票市场的长远发展定下了重要方向(《星岛日报》，1988年6月3日)。

由于报告书牵涉的层面广泛，社会上的讨论也络绎不绝。而政府部门亦奉若圭臬，并按图索骥地进行各项改革。以下先让我们引述报告书所指出的证券业四大问题：

(一)由4间规模较小的交易所合并而成，在1986年4月启业的联合交易所内，有一小撮人士将交易所视作私人会所，而不是一个为会员、投资者和证券发行者服务的公用事业机构。交易所的行政人员未能发挥职能，缺乏充足的知识和经验去处理不断演变和扩展的证券业务，而且不能充分脱离管理委员会而独立工作。24小时交收制度亦不能有效地实施。事实上，当成交量不断增加、股市日益国际化之际，更难期望交易所能够切实执行适当的管理和规管措施，更没有顾及市场过热所带来的风险。

(二)改组后的香港期货交易所，管理虽然略佳，但却建立于不稳固的基础上。特别是由期货交易所、结算公司和保证公司组成的鼎足结构，令三方的责任界线含糊不清。任何期货市场都必须有一个处理风险的妥善制度，但上述情况却妨碍了这个制度的发展。三个机构理应采取行动，以控制成交量增长及少数投资者持有大量合约的情况所造成的危险。

(三)至于负责监察整个行业的证券事务监察委员会和商品交易事务监察委员会，则在工作上普遍缺乏方向。政府要使它们成为独立及拥有正式权力的监察机构的原先目标，并未达到。两个监察委员会不但不能成为有力的监察机构，近年更变得被动和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

保守。

（四）设于政府架构之内的两个监察委员会，负责行政工作的办事处，则备受限制。监理专员多次要求增拨资源，以应付市场急剧发展的需要，却屡遭政府拖延或否决。不过，该机构在分配其仅有资源时，亦显示它重视审查文件的工作多过对市场和经纪进行积极监察。在缺乏政府充分支持下，加上面对近来联合交易所强而有力的领导层，监理专员办事处便失去了主动。（《戴维森报告书》，1988：34～35）

针对以上各种流弊，报告书同时提出大量建议，其中较为重要的部分，现摘录如下：

（一）彻底重组两间交易所的内部组织，特别是联合交易所的个人会员和公司会员，应有适当的代表加入决策部门，也应有独立人士加入，以确保交易所管理妥善，能以全体会员及使用者的利益为重。

（二）两间交易所应发展一组独立的专业行政人员，负责执行由交易所决策部门制定的政策。

（三）将联合交易所的交收期延至3日，并须严格执行。此外，亦应及早实施中央结算制度。

（四）香港期货交易所及期指合约买卖应予保留，继续运作，但结算及保证制度则应重整，以加强处理风险的措施，特别是结算公司应属于期货交易所的一部分，并设立结算会员基金，作为支持保证之用。

（五）设立不属于政府架构的单一独立法定机构，取代现时的两个监察委员会和监理专员办事处。这个机构的主管和职员应是全职监察人员，经费主要来自市场。该机构的职能是确保市场健全运作，保障投资者，特别应确保两间交易所能适当地规管自己的市场，但应保留广泛权力，在交易所不能履行职责时加以干预。（《戴维森报告书》，1988：34～35）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

《戴维森报告书》公布后，政府立即表示接纳。翌日，立法局随即宣布成立管制联合交易所和期货交易所的法例小组，并由王泽长出任召集人，为下一步的动议立法铺路。与此同时，金融事务科及律政署人员也组成了专责小组，深入研究如何落实报告的相关建议，并计划进行为期1个月的公开咨询(《星岛日报》，1988年6月3日)。

话音刚落，立法局率先在该年的7月13日三读通过了《1988年证券(公开权益)条例》[*The Securities (Disclosure of Interest) Regulations*, 1988]，规定任何人士若持有上市公司10%或以上股份，即须公开其股份权益，若有违反，一经定罪，可被判以罚款10 000元及入狱6个月(Hong Kong Legislative Council, 1988)。

针对“联交所”管理委员会的组织侧重前四会成员的问题，“联交所”在7月20日举行了一个会员特别大会，并全体通过一项修改交易所组织章程的特别决议案。从此以后，交易所可根据组织章程将委员会改组成一个共有22名理事(包括行政总裁在内)及有较广泛代表性的理事会(The Stock Exchange of Hong Kong Limited, 1989)。到了10月18日，联合交易所终于按修订后的章程，顺利产生首届总共有22人的理事会。会上，利国伟被选为主席，冯永祥及关昌耀当选副主席，外界理事(lay members)分别有张建东、李业广、潘国濂及杜乐(N. S. Tulloch)，至于行政总裁则由袁天凡出任。

据利国伟的回忆，他上任“联交所”主席一职后，便因《戴维森报告书》中提出要将交收期延至3天(即所谓“T + 3”)不符合市场情况而与政府进行了激烈争辩。政府希望按报告书行事，但他与大部分“联交所”管理层讨论后则觉得这样会增添市场风险，不符合香港利益，因而坚持将交收期保留在2天内(即所谓“T +2”)。他这样说：

> 生意太旺盛，经纪与经纪买卖，或许因太忙的关系，交收可能会拖延三四天才能完成。若对方不出货，经纪的资金便被冻结，那即是承受更大的风险。如昨天经纪替客人买股票，今天交收，他只需要冒1天的风险；如果三四天也不交收，他则要“上身”(承担责任)。他买东西，一定要先付款，但对方3天才交货，他则要冒3天的风险；这是买入方面的问题……外资经纪也有他们的困难，因为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

他们在伦敦或者纽约接受 order 时，不可以作现货交收；因为他们要经香港银行的户口处理，有时会拖很久，故外商经纪可能便会拖至四五天才能交收，但这样的时间实在太长了……在我上任时，我要出尽九牛二虎之力与政府争取。外商要求“T + 3”交收，证监会主席 R. Owen（欧伟贤）也坚持要“T + 3”，但我则要求“T +2”，Owen 甚至就此力争。后来，财政司翟克诚插手，指示“T +2”，而“T +2”才作为最后决定。此后，我们还要花好几个月时间，才将两天交收变成惯例。（*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997）

到了 11 月中，在监管两个交易所的运作及停市行动上表现颟顸的原证监专员晏士廷，任期届满。由于晏氏不获港府续任，只能意兴阑珊地离港前往西印度群岛的蒙塞拉特（Montserrat），操回自己法律专业的工作，算是整个股灾中最为“失意”的政府官员（《星岛日报》，1988 年 11 月 12 日）。至于接替晏士廷一职并进一步落实《戴维森报告书》中建议设立一个全新证监处（Office of the Commissioner for Securities and Commodities Trading）的人物，则是上文提到的财政司特别顾问区伟贤。

1989 年 3 月，政府再按《戴维森报告书》中的建议，成立香港中央结算有限公司（Hong Kong Securities Clearing Company Limited）集中所有证券交收及结算事宜，至于香港期货交易所之全资附属公司 The Hong Kong Futures Exchange Clearing Corporation 也在同月宣告投入服务。同年 4 月 12 日，立法局三读通过了《1989 年证券及期货事务监察委员会条例》（*Securities and Futures Commission Ordinance*, 1989），进一步强化对期货市场的规管。

到了 1989 年 5 月 1 日，政府正式宣布成立证券及期货事务监察委员会（Securities and Futures Commission），统一监管两间交易所的运作。年底（12 月 1 日），立法局再三读通过了《1989 年证券（交易所上市）规则》[*The Securities*（*Stock Exchange Listing*）*Rules*, 1989]，为股票上市、配售、交易及监察等事宜，定下更清晰指引。简单地说，通过重整交易所的管理和运作、修改法例和强化监管，政府夺回对股票市场的最终控制权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

总体来说，针对《戴维森报告书》中的批评和建议，政府的确作出了多项跟进和改革，从而完善了香港的金融和证券法，恢复公众投资者的信心。至于部分富争议性的问题如私人配售股份及私人会所等，更引起了社会很大的回响。可以这样说，社会或业界或者未必同意报告书中的某些建议和观点，但他们应该不会反对报告书对香港股票市场的发展——尤其制度的进一步建立和完善部分，有着极为深远的影响。

报告争议与公私激辩

《戴维森报告书》及廉政公署起诉“联交所”管理层的事件，带出了管理层是否收受利益的问题。据说，早在四会鼎立之前的“香港会”独大时期，每遇新股上市时，新公司“照例”会给交易所委员或相关经纪配售股份。四会时期以至“联交所”正式运作后，这种“传统”或风气仍没改变。前联合交易所上市科执行总监霍广文便这样说：

> 上市时，很多公司都会送股份给经纪，惯常的做法是每个经纪有 1 手，如 100 股为 1 手便有 100 股。委员有 2 手，副主席有 4 手，主席有 8 手，会员利益颇丰厚。人人有份，永不落空……记忆所及，在市旺的时候，每周新上市个案多达数宗，并以配售方式进行，行内称之为“分饼仔”。这种行规，可谓是当时社会公开的秘密，每逢新股上市，交易所的主席、副主席、大小经纪一干人等，悉按身份和地位的高低配售新股。在 1973 年股灾发生前，几乎凡有新股上市，股票价格便会以倍数上升，使不少人大获其利。（*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*，1997）

不过，对“联交所”委员或主席而言，这种做法既是一种“传统”或“行规”，也是完全公开的，连政府监管部门也“心照不宣”。因此，他们会觉得这种做法“光明磊落”，和“贪污受贿”扯不上边（*Stock Market Artifacts and*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Archives Collection: Oral History，1997）。

话说回来，虽然配售股份的方式有其传统性和历史性，但随着社会的进步而交易所已从过去的封闭走向开放，交易所管理层实在有必要改变这种明显牵涉利益冲突，甚至违背法律和道德的做法，回避别人瓜田李下的指摘。事实上，这种“私相授受、利益纠缠”的做法，恰恰正是日后廉政公署起诉部分“联交所”管理层的重要原因所在（详见下一章）。

《戴维森报告书》中的另一指摘，是“联交所”是否变成小撮人“私人会所”的问题。当报告书指“一小撮人将交易所视作私人会所”操作时，很多“联交所”前委员均表示极不同意（《星岛日报》，1988 年 6 月 3 日）。他们认为“联交所”作为一个组织，自然订立了很多规则，借以约束会员的行为，如有人或公司希望加入，也应经历各项考核和评审，这是无可厚非的。“联交所”前副主席之一冼祖昭这样说：

> 这个论点很过分，一间股票交易所一定要有纪律，否则便有如街市买卖一样，随处可以进行。小贩摆卖便是一个例子。小贩只需计算佣金，甚至可能卖假股票，又或者收钱后交不出股票等。故我们需要一个会（所），这样才能有一个统一的标准，也会有纪律，甚至有条例说明在什么情况下可上市集资，或在什么情况下不可以等等。所有会（所）都是私人会所（private club），情况就如我不能进入香港大学旧生会吃午饭一样，因为我不是该会的会员。报告书中批评交易所是私人会所，这一点根本是没理由的。（*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*，1997）

另一前副主席马清忠也认为，“联交所”本质上便是一个“彻头彻尾”的“私人会所”，他甚至表示就算是“私人会所”也没有不妥。他说：

> 即使是私人会所又有何不对呢？现在的马会也是私人会所。它同样可以向公众开放（open to public）。做股票是一种特许经营（special grant），是政府特别批准的，交易所每年要纳“粮饷”亿元，还要支付证监会的费用。证券交易所是私人会所有何不对？会员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

需要先缴交费用，之后才可入会的。参加联合交易所是要先买会籍才可加入的，这不是私人会所又是什么呢？是私人会所又有何不对呢？（*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*，1997）

至于“联交所”前助理总监兼资料研究室主管张燕群，则这样回应：

如用现在的标准去评估当时交易所的组织，进而指责当时的交易所是私人会所，这是不公平的。反观以往的历史，一如“香港会”的兴起，亦是由几个人以经营自己生意的形式“搞”起来的。现在要配合整个社会的建设，或者说证券市场对社会（的责任）已相对地提高了，故此政府便提出要加强监管，但当时他们为了争取多些生意做，做法是无可厚非的。（*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*，1997）

虽然大部分“联交所”前管理层都不同意《戴维森报告书》中有关交易所已沦为小撮人操控的私人会所的指谪，但重组后出任“联交所”行政总裁的袁天凡，则有另一番见解。他这样说：

以往，交易所的创办人都认为利益该归于自己，所以忽略了社会的责任。举例说，他们过往是将交易所看作保障会员利益的组织。在“香港会”一会独大的时代，“香港会”会员的利益，便等于是那群精英分子的利益，他们只要取得牌照，便能获利。因此，为了保障自己的利益，他们便禁止外人参与……当交易所垄断性经营与缺乏监管同时出现时，问题很容易便会产生了。在垄断经营以前，因彼此间存有激烈竞争，可以相互制衡。但是，当竞争突然消失，并进入垄断时，在没有恰当的监管下，领导很容易便会做出独行独断的举动。对很多交易所的领导人来说，交易所是他们一手创办的功业。因此，他们也会视交易所为他们的“婴孩”，认为自己有权随意控制。在 1986 年至 1987 年，交易所已变成一个对香港经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

济举足轻重的重要团体。这团体虽有垄断经营的特权，却没有足够的监管，问题的矛盾也变得尖锐。面对 1987 年股灾这类突发事件，交易所运作出现问题的结果，几乎是可以命定的。(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)

从这个角度上看，所谓“私人会所”的指控，颇大程度上是一个定义上的争辩。但是，在现实层面上，是否有人利用这个“地盘”或“身份”取得不合理的利益，才是关键所在。事实上，由于港英政府看到取得垄断地位后的交易所牵涉个人的巨大利益，也明白了股票买卖与社会及经济之间的关系，因而希望以打破“私人会所”为借口，约束业界行为，加强监管。袁天凡继续说：

“香港会”时期，交易所不是一个普及的股票市场，它只是香港的一小部分。因此，就算政府不理会它的活动，问题也不会太大。进入四会时期，由于彼此间存有竞争，并能取得平衡，政府不加管束，也有一定道理。但四个会合并后，交易所的买卖活动，也变成了香港金融体制上的一个重要环节，对社会经济均举足轻重，政府已不可能不理了。也即是说，在 1986 年至 1987 年这段时间内，交易所存在着一种畸形的垄断经营状况，一方面是这盘生意没有足够而合理的监管，另一方面却由它担当着很重要的经济及社会功能。(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)

也即是说，早期的交易所虽然也属私人会所，但因整体法制未够健全，对社会大众的影响不大，政府也乐得以“不妨碍自由市场运作”为招牌，“少管闲事”。自 20 世纪 70 年代初股票市场开放后，市场的起起落落明显已牵动了香港社会及经济的神经，社会的司法制度也日渐完备，而防止贪污的法例又实行多年，至于 10 月股灾更让政府认识到“鞭长莫及、欲管无从”的严重后果，因而萌生加强监管的念头。但是，由“不想管”到“想管”这个过程，实际上是十分复杂的。为了给自己制造监管的理据，并削弱既得利益者的反对声音，政府因利乘便地利用了《戴维森报告书》的权威，来强化自己干预的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

立场，而"联交所已沦为私人会所"的提法，明显是一种"声东系西"的方法，既可连消带打地击退反对者，又能争取公众支持，自然是一举两得、一石二鸟的高招。

简单地说，自四会一统后，交易所的管理层仍一如旧观地将交易所视作自己的"企业王国"，予取予携，这种漠视社会总体利益的处事作风，明显也未能做到与时并进。由于政府给予交易所垄断地位，并以各种手段支持其扩张发展，交易所已不再是普普通通的非牟利机构，或所谓"私人会所"。恰恰相反，它已明显蜕变成一个必须兼顾企业集资、会员权益、公众投资者利益及社会责任的公营组织（*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997）。作为一个肩负重大社会责任的公营组织，任何偏向其中一方的举动，都会遭到其他各方的批评和指摘。可惜，在1987年10月份的停市决定上，管理层明显侧重于保障自己及会员的利益，漠视了公众投资者及总体社会的利益，而这正是政府无法容忍，并得以利用报告书的权威性来推行改革、强化监察的关键所在。

但是，我们同时必须指出，虽然我们不认同停市的决定，但却觉得只要不牵涉私人利益，做错了决定大不了便鞠躬下台，应该用不着"人头落地"。政府在某时某刻出动廉政公署，高调拘捕管理层，并以管理层"私下配售股份"的"公开秘密"为理由，将之检控的方法，明显给人转移视线及寻找"代罪羔羊"的感觉，多少渗入了政治色彩。事实上，针对1987年的股灾，政府虽然一直希望查找制度的漏洞，甚至千方百计找寻那些"始作俑者"的人，但对那些明显犯了严重错误的官员，则轻轻带过，没有追究责任，这种举动，多少又给人双重标准的感觉，令人很难信服。

人心渐定与股市整固

10月份的股灾发生后，由于港府、金融机构及市场人士推出各种各样的救市措施，股市渐见稳定下来，而经济底子也未受打击，更令股市"康复"的步伐加快。踏入1988年，虚怯的人心终于渐见平复。新历新年假期刚过，廉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

政公署人员便在1月2日以防止贿赂条例第九条高调拘捕“联交所”前主席李福兆、前行政总裁辛汉权及前上市部经理曾德雄，举动不但引起市场高度注意，也令投资气氛再次变得审慎(《星岛日报》,1988年1月3日)。

同日(1月2日),“联交所”委员会被政府勒令隔离，并将权力转移给一个以余金城为主席、黄宜弘及林汉强为副主席的新成立14人管理委员会(Management Committee)，再授权该管理委员会执行原先委员会的一切职务。至于行政总裁一职，则由霍礼义(R. Fell)接替(《星岛日报》,1988年1月3日;The Stock Exchange of Hong Kong Limited, 1988)。俟后，由于外围市道转俏，而银行又进一步减少利率，指数也反复回升至1月18日的2 512.19点。不久，在获利盘牵动下股市又转趋淡静。

传统上，由于2月份有农历新年的长假期，交易往往较为呆滞。该月，恒生指数从1月中的高位反复下调至2月16日的2 223.04点。之后，因私营卫星发射成功而财政预算又较预期理想而刺激投资者入市，使指数调头回升至2月底的2 418.08点及3月18日的2 607.60点。虽然之后有不少获利盘涌现，但整个3月份仍紧守在2 500点关口。

3月中的“欲跌不跌”说明了市场“人心不淡”。4月初，在外围股市造好及和记黄埔旗下的香港国际货柜公司投得葵涌第七号码头消息刺激下，指数升上4月18日的2 684.13点。后来虽有轻微回吐，但仍站稳在2 600点的水平之上。5月初，有传闻华资巨贾又计划合力收购置地公司，指数升至2 641.13水平。不久，因怡和集团宣布已从长江实业、恒基地产、新世界发展及中信投资等企业手中购入2亿股置地公司的股权，传闻才不攻自破，至于指数也辗转回落至月底的2 496.68点水平。

6月份可说是股票市场表现较为突出的一个月。虽然银行先后两次加息，但大市仍能保持上升动力。月初，受地产市道转旺而外围股市造好等消息刺激，恒生指数已破2 500点关口。之后，更攀升至月中的2 719.06点。6月下旬，受获利盘涌现的拖累，指数稍为滑落至月底的2 671.49点。

承接6月份的升势，7月初的股市仍颇为畅旺，恒生指数也在7月12日升上全年高位的2 772.53点。每逢市道转活，集资活动又起。看到6、7月份股市走俏，很多企业已放出试探气球，为公司的批股、配股做准备。受到负面消息的影响，加上银行加息步伐转急，而廉政公署又在8月18日以防止

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

贿赂条例拘捕冼祖昭、王启铭、湛兆霖、钟立雄、马清忠及胡百熙等 6 名相关人士，市场气氛立即变得凝重(《星岛日报》，1988 年 8 月 19 日)。恒生指数亦调头向下，并反复由 7 月底的 2 678.92 点滑落至 8 月底的 2 443.80 点。

在利息趋升气氛的笼罩下，9 月份的股市一直载浮载沉、牛牛皮皮，成交量更大幅萎缩。月底，恒生指数报收 2 423.22 点。10 月份，一方面受青洲英泥及奔达国际私有化，另一方面受国泰城市收购香港大酒店的刺激，交投明显转活，而指数也在月底重上 2 600 点水平。到了 11 月及 12 月，受美国总统大选、外围股市沉寂及圣诞、新年长假期在即等因素影响，市场没有重大动作，而买卖双方也显得态度审慎。结果，该年年底的恒生指数以 2 687.44 点收市，较 1987 年上升 16.7%，至于全年总成交则有 1 994.80 亿元，较 1987 年下跌 46.3%。

由于股市气氛已基本恢复，上市集资的活动也变得活跃。该年，分别有联业集团(Tristate Holdings)、YGM 国际(YGM International)、YGM 贸易(YGM Trading)、中华娱乐策略投资(China Entertainment Strategic Investments)、鸿运电子(RJP Electronics)、香港电讯(Hong Kong Telecommunications)、TDM Berhad、名力集团(Mingly Corporation)、中国印染(CWD Industrial)、中染物业(CWD Properties)、丽新发展(Lai Sun Development)、景福集团(King Fook Holdings)、顺豪物业(Shun Ho Property Development)、升冈集团(Starlight Industrial Holdings)、福田实业(Fountain Set Holdings)、卜蜂国际(C. P. Pokhand)、冠恒顿国际(Crownhampton International)、东方红药业(Tung Fong Hung Medicine)、新系机构(Hong Kong Daily News & Trading)、东茗工业(Tomei Industrial)、Paladin Limited、建生电子(Kin Son Electronic)、讯科国际(Teletech International)、保华集团(Paul Y Holdings)、华基泰集团(Hwa Kay Thai Holdings)、第一太平(First Pacific)、八佰伴香港(Yaohan Hong Kong)、奇盛集团(Kee Shing Holdings)、海嘉实业(Blissea Consortium)、新闻传媒集团(The News Corporation)、万威科技(Integrated Display Technology)、其士商业系统(Chevalier OA Holdings)、瑞安建业(Shui On Contractors)、恒和珠宝集团(Continental Holdings)、合兴食油(Hop Hing Oil)、电视广播(Television Broadcasts)、大同机械(Cosmos Machinery)、德

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

昌电机(Johnson Electric Holdings)、同得士集团(Tungtex Holdings)、三泰电业(San Tai Electric)等40家新企业上市(The Stock Exchange of Hong Kong Limited, 1989)。

整体地说,虽然1988年的大市表现仍受制于股灾后的种种争议,但交投量明显有所增加,指数也逐步摆脱弱势,并从1987年年底的低位回升,至于新上市的企业更络绎不绝、一家接一家。事实上,自"联交所"在1986年4月开业以后,股票市场的运作已变得更加成熟。就以成交量及集资能力来说,在"联交所"仍未投入服务前,四会全年总成交一般只有400至500亿元,接近合并前的1985年750亿元左右,合并后迅即增加至1 200亿元,1987年更达3 400亿元,股灾后虽然成交急降,但也接近有2 000亿元。

在集资能力方面,1986年前的每年总集资额约有数十亿元,合并后急增至130多亿元,之后的1987年更增加至490亿元左右,就算是股灾后的1988年,也能筹集超过200亿元左右的资金(The Stock Exchange of Hong Kong Limited, 1990)。很明显,香港股票市场已可全面而充分地发挥集合公众资金,推动经济发展的重要功能了。

或者可以这样说,在四会合并之前,香港股票市场的发展虽然成绩颇为卓越,但很多时会给外商讥为"蚊型"股票市场,原因除了是整体市值较低外,成交量和集资量不足也有一定负面影响。自联合交易所成立和迅速壮大后,企业上市、资金涌入及股票买卖等均变得更加频密,而成交规模的日益庞大,正是打造香港国际金融中心品牌的最重要条件。

商人银行与股票相关专业的兴起

在讨论股票市场的发展时,我们其实也应谈谈商人银行及股票相关行业兴起的问题。所谓"商人银行"(merchant bank),其实是指那些从事投资银行业务如企业上市、资产对冲、基金管理、并购融资、债券发行及股票包销等服务的金融机构。至于相关辅助专业,则泛指那些与企业上市有关的其他行业如法律、会计及财务管理等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们都知道，股票市场是一个促进资金流动的中介场所或系统，它是公众投资者和上市公司之间相互沟通和接触的桥梁。如果将公众投资者看作“顾客”，上市公司的股票便变成“货品”，至于商人银行则是生产、包装、推广并提供这些“货品”的“代理商”，而相关专业则是过程中衍生出来的附属性服务行业，让整个市场的运作更能符合法例要求。

在 20 世纪 60 年代股票市场仍由小撮英资巨贾所操纵和垄断之前，公众投资者并不多。股票的发行和推销往往只由少数经纪包办。由于经纪大多家世好、人脉广，加上和上市公司主要股东的关系又较为密切，而政府对企业上市的审批和监管又不太严格，就算没有商人银行居间筹划和推介，企业往往也能顺利上市。由是之故，20 世纪 60 年代前，香港基本上就没有商人银行，相关专业也并不发达。前“联交所”行政总裁袁天凡便这样说：

> “香港会”的历史悠久，约有 100 年历史，直至 60 年代末仍只此一间。当时它的性质比较像一所私人会所，并不是公开的组织，只有一小撮会员，而当时亦没有所谓商人银行。上市公司基本上只是依靠会员介绍，作为股票的推广和买卖，故商人银行并没有特定的角色，而“香港会”的经纪便肩负起这方面的工作。（*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997）

踏入 20 世纪 70 年代，自李福兆及胡汉辉等人先后创立交易所后，股票市场也突然开放起来。虽然华资企业和华人经纪大量涌现，但他们大多没法如老牌英资巨贾及英人经纪般可通过各自的个人网络将企业包装上市。正因如此，商人银行及相关专业也如雨后春笋般迅速地在香港成长起来。据袁天凡的回忆，最先进入香港股票市场的商人银行绝大部分来自英国，而怡富投资(Jardine Fleming Investments)则是首家正式在香港开业的商人银行。袁天凡说：

> 我相信香港最早的一间商人银行是怡富，那是由怡和公司和英国的 R. Fleming 组成。之后便是 Schroders & Chartered，它主要是由 Kadoorie Family、英国的 Schroders Group 和渣打银行组

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

成，那时的组合很多时会有一间英资公司作后台。在1973年，香港便成立了本地第一间商人银行获多利(Wardley)。但Wardley也是汇丰银行系内的商人银行，不过它是独资的。当时汇丰银行的英国色彩很重，故初期成立的商人银行可说都有英资背景。(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)

股票市场的彻底开放与急速成长，除了令商人银行获得难得的发展良机、壮大本身的业务外，也提升了整体金融市场制度的质素，至于相关辅助专业的兴起，同样极为重要。由于政府在70年代中期收紧了上市的手续和准则，上市企业很多时便需要聘请不同专业如律师、会计师、审计师及基金经理等代为出谋献策，才能将企业推出市场。据袁天凡的分析，自1973年起，股票市场才渐变得较为规模化和制度化，而经纪、律师、会计师及商人银行等的不同角色和职责，也变得更加清晰。他说：

自1973年开始，股市逐渐变得较具规模，各人都有了自己的定位。经纪的工作、商人银行的工作，大家在股票市场中所扮演的专业角色逐渐成形。至于做上市公司生意的律师，也有了专业的规定。以往，律师及会计师只要为上市公司做一些简单的招股书，便可过关。但是，自从新的《公司条例》实施后，公司招股书的条件和内容便加多了，上市的程序和手续也大大不同了。如果上市公司的生意太小、规模不大，它们是无法负担这些专业人员工作费用的。故此，这时的上市公司往往要有一定规模，才有把握聘请他们，而且股票市场发展要蓬勃，正好支撑了这些专业行业的发展。(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)

虽然商人银行多为英资背景，但他们的客户则大多是那些新崛起的华资企业，这是当时一个十分特殊的现象。在讨论商人银行的资本背景时，我们或者可以简单地谈谈获多利的角色。正如获多利前金融服务总裁司徒振中所言，获多利虽是英资背景，但却是由汇丰银行在香港成立的一家本地商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

人银行，属该银行的附属机构（*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*，1997）。

正因为获多利的本地色彩较其他商人银行浓厚，又与新崛起的华资企业关系较为密切，因而更能协助它们拓展业务、扩展版图，当中又以先后协助包玉刚和李嘉诚等人收购九龙仓及和记黄埔的事迹，最令人津津乐道。

由于商人银行一般都实力雄厚，就算市场前景暗淡、投资信心之薄弱之时，他们往往都能屹立不倒，甚至能乘机吸纳优质股份，为下一步的扩张做准备。1974 年起已有商人银行以极低价格买入一些经纪牌，扩张业务。同样地，当 1987 年股灾后经纪牌费大跌时，也有很多商人银行乘势买入一些经纪牌，增强本身的竞争优势。《星岛日报》的一篇相关报道，正好说明了商人银行“人弃我取、择肥而噬”投资策略的本质。

> 虽然有人辞官归故里，亦有人漏夜赶科场。多间从事商人银行业务的公司却在此际计划增加他们在港的证券投资业务……去年，单是经纪牌照便已达 200 万元，但现时只是 70 万元左右，近期已因有数间商人银行有意洽购而将牌价扯高……最近在港设立亚洲区办事处的商人银行摩根斯坦利便在洽谈买入两个经纪牌……（《星岛晚报》，1988 年 9 月 16 日）

概括来说，作为现代金融核心的股票市场，其有效运作和发展，实在需要不同个体或组织在不同范畴内作出不同程度的配合和支援。商人银行及其相关专业的兴起和壮大，一方面说明了香港金融及证券制度的日渐完善，另一方面则反映了各个范畴和组织之间环环相扣、共荣共枯的关系，而这恰恰是学术界所说的“稳定香港金融便能稳定香港经济及社会”的重要理据所在。

结　语

从历史发展的角度上看，很多人都会认同 1987 年的股灾实属人为错误。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果不是管理层决定停市，而是任由市场自由运作，后来的争论肯定会大大减少，但大规模的市场变革仍无法避免。事实上，统一后的联合交易所在运作上虽然较四会纷立时有效，但过分重视会员既得利益、容忍私相授受，并忽略社会及不同界别均衡参与的情况，又明显未能跟上时代的步伐，至于管理层目空一切，甚至不将监管部门及官员放在眼内的傲慢态度，更加触动了政府敏感的神经，埋下了日后遭检举和“清算”的伏线。

与60多年前施勋对省港大罢工期间大停市问题所发表的调查报告不同，政府这次高举戴维森调查报告的原因，并不是单单为了向公众投资者交代，而是希望借着报告书的权威，改组“联交所”及“期交所”，从而达到完善交易制度、强化政府监管、抑制交易所“喧宾夺主”等目的。正因为《戴维森报告书》中的大部分建议都被政府采纳，它对香港股票市场发展的影响，也显得特别巨大和深远了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十八章

政治风波与企业迁册

时至20世纪80年代末90年代初，香港股市受到了1989年春夏之交的政治风波的影响，还受到1990年伊拉克入侵科威特所引起的“波斯湾危机”及1991年美国围攻伊拉克等事件的接连冲击，令香港这个“敏感城市”的股票市场覆雨翻云，起落无定。难怪很多人会将恒生指数的起起落落视作探测时局变动、政经起伏及社会人心向背的重要指标。本章除了阐述以上事件对香港股票市场的冲击外，也会粗略评论廉署检控李福兆及其他“联交所”前管理层受贿案的始末，希望能够吸取一些教训。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股市初复与学运浪起

经过1988年年底一段颇长时间的整固后，踏入1989年1月初，买盘渐见涌现，而恒生指数亦反复攀升至月底的3 072.86点，比上年年底的2 687.44点上升了14.3%。到了2月份，大市可说是先扬后抑。月初，承接着1月份的升势，市场气氛仍颇为活跃，并上升至月中的3 209.96点。一篇名为“散户再唱我为股狂”的文章这样描述股灾后股市转俏的情况：

> 自股灾风暴横扫香江后，股民纷纷“移情别恋”，其中不少向外币市场投怀送抱。然而蛇年甫抵步，便立即显现神威，恒生指数劲升100多点，2月9日当天便以3 209.96点收市，创股灾以来新高。（《星岛日报》，1989年2月11日）

可惜，市场不久便传出银行快将加息的消息。由于获利盘不断涌现，指数很快便由强转弱，并辗转下跌至月底的3 012.68点。

3月初，银行公会再次调高利息，引来市场颇大忧虑，令指数一度跌穿3 000点心理关口。由于一穿3 000点便有很大的“趁低吸纳”，该月月底，恒生指数仍以3 004.98点收市。4月初，股市仍在窄幅徘徊。月底，指数更以3 116.03点收市，较3月份微升了3.7%。

5月份的股市可说是“风起云涌”，大市的走势也先升后跌。自4月底开始，市场曾经数度出现恐慌性抛售，使恒生指数迅即下跌至5月底的2 743.87点（《星岛日报》，1989年5月26日）。

发生在内地的政治风波使股票市场受到很大冲击。6月5日，恒生指数便从2 675.38点急挫至2 093.61点，单日跌去了581.77点，跌幅达21.7%（《星岛晚报》，1989年6月5日；《星岛日报》，1989年6月6日）。之后，虽然曾有技术性反弹，而中资企业又大举入市，但在整体投资信心仍然极为薄弱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的左右下，指数只在2 200点之间拉扯(《星岛日报》,1989年6月12日;6月26日)。结果，到了6月底，恒生指数报收2 273.91点。

由于中国的局势没有如外界预期般出现“内乱”或政权不稳，甚至有日渐稳定的趋势，加上银行公会宣布减息半厘而外围股市又普遍造好，7月份的恒生指数便在部分投资者趁低吸纳的推动下重上2 500点(《星岛日报》,1989年7月5日;7月11日)。虽则如此，由于市场信心仍颇为脆弱，一轮反弹过后，市况又显得较为反复。结果，该月月底的恒生指数只以2 571.08点收市(《星岛日报》,1989年7月30日)。

虽然中国的政局颇为稳定，但每遇流言或“小道”消息传出，股市的“神经”便会被牵动。正因政局未明而人心未安，投资信心也极为薄弱，8月份的股市也表现得相当反复，成交则继续萎缩。该月月底，恒生指数报收2 508.57点。尽管9月份的股市反复不定，但在中国政局基本稳定的影响下，恒生指数终于扭转颓势，并持续上升至月底的2 758.25点，较“风波”发生前还要高(《星岛日报》,1989年9月28日)。

正当大市稳步回升之际，10月份的市道又因纽约股市暴升急跌而受到牵连。月初，承接9月底的升势，指数升上了10月9日的2 844.04点。之后，受美国股市大跌的拖累，指数又回落至8月16日的2 601.70点。由于外围股市转淡，加上企业迁册日多，而中国局势又乍暖还寒，10月下旬至11月份的股市一直牛牛皮皮、呆呆滞滞，观望气氛极为浓厚。结果，在11月月底，恒生指数以2 748.35点收市(《星岛日报》,1989年11月28日)。

12月初，股市仍然十分淡静。之后，受中信投资计划收购英国大东电报局两成香港电讯股权及汇丰银行业绩理想等利好消息的刺激，交投变得活跃，而指数也迅速回升(《星岛日报》,1989年12月23日)。结果，该年年底的恒生指数以2 836.57点收市，较上一年微升5.6%，至于全年总成交额则有2 991.46亿元，较上一年上升50.0%。

由于整体市道仍然疲弱，该年总共只有ASM太平洋科技(ASM Pacific Technology)、瑞菱国际集团(Swilynn International Holdings)、王氏港建集团(Wong's Kong King Holdings)、孙福记集团(Sung Foo Kee Holdings)、星晨集团(Morning Star Holdings)、大同香港(Daido Concrete Hong Kong)及CDL酒店国际(CDL Hotels International)等7家新企业上市(The Stock

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Exchange of Hong Kong Limited，1990)。

人才外流与企业迁册

自英国政府在 1979 年就香港问题向中国政府摸底开始，香港前途问题便变成社会经常谈论的话题。经过漫长的谈判后，中、英两国虽然最终达成协议，并在 1984 年年底签署了《中、英联合声明》，确立了 1997 年 6 月 30 日后香港的政治、经济及社会发展架构，稳定民心，但那些对共产党仍心存戒惧的市民则没法因此而安下心来。由是之故，从 1980 年开始，他们已默默地为自己及家人安排后路，计划移民外国，购买政治保险。

据英国人口学家史高顿(R. Skeldon) 的分析，在 1989 年前，虽然有居民移民外国，但比率不多，对社会的冲击也不大。但是，自 1989 年以后，移民他国的比率不但大增，更主要集中在高教育水平的专业及行政人员阶层，因而被称为“人才外流”(brain-drain)，引起了社会各界人士的高度关注。举例说，在 1980 年至 1987 年这段时间内，每年总移民外国的人数一般为 20 000 人左右，1987 年至 1989 年已迅速上升至 40 000 人左右；到了 1990 年后，每年总移民人数更飙升至 60 000 多人(Skeldon，1991)。人才外流之急、速度之快，实在为社会的稳定和发展敲响了警号，资金的外流(capital-drain) 同样令人极为担心。

正如上一章中提到，最先因信心问题而提出迁册的公司，乃老牌英资公司怡和集团。老实说，该集团当年决定迁册的举动已引起了社会很大的回响。之后，迁册之风不但没有停止下来，反而愈演愈烈，引起了商界人士极大的忧虑。针对初期企业迁册问题的日见炽热，社会各界虽感忧虑，但基本上还是表示同情和理解。《星岛日报》的一篇报道，多少总结了当时社会的一些主流看法。

> 随着愈来愈多港人移民海外，近年不少公司已把业务迁往外地……除了港人外，很多公司也希望持有“外国护照”。自从置地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司的母公司怡和控股于1984年迁册至百慕大后，其行动已被视为对香港前景缺乏信心……虽然注册百慕大的资本税率较本港低，但政治因素才是最重要的迁册原因……假如1997年后本港局势转差，公司的经济及利润将会受大陆影响，这是最大的忧虑。(《星岛日报》，1989年4月3日)

在此，我们或者会问：到底何谓“企业迁册”(change of domicile)呢？一般而言，一家公司将其官方注册地址由一个地方(如香港)转移到另一地方(例如百慕大)，便可称作迁册。原则上说，迁册后，企业的运作可以全然不受影响。但是，因该等企业已改在海外注册，香港的公司便变成了海外公司的附属机构，控股形式和资金转移的途径，便截然不同了。

从统计数字上看，刚开始时只有怡和集团及其附属机构宣布迁册。之后，由于“跟风学样”的公司渐多，加上“政治风波”及“前途问题”的冲击，企业迁册的浪潮便此起彼落，而当时主要迁册地点，则大多为百慕大、开曼群岛(Cayman Islands)或伦敦等。而“信心问题(则是当时)企业决定迁册的主要原因”(《星岛晚报》，1989年5月20日)。

无可否认，触动这个时期人才及资本外流的核心问题，应该是前途及信心的问题。由于中国政府在《中、英联合声明》中提到的概念如“一国两制、港人治港、高度自治”等均毫无先例可循，外界对其可行性一般存有担忧，至于中国政府会否履行承诺，更是香港市民内心一直存在的疑虑。

在这次持续而大规模的企业迁册浪潮中，有四个重要问题颇值得讨论。其一是华资企业纷纷迁册；其二是迁册过程极为急速；其三是汇丰银行撤回伦敦；其四则是企业监察令人担忧。以下不妨让我们逐点讨论。

和1984年至1986年的迁册运动不同，1987起决定迁册的企业多为华资企业。正如第十五章中提到，在中、英谈判的过程中，北京政府曾经预期某些英资企业会撤出香港，并积极动员华资企业“留港建港”，稳定香港的经济和社会。1989年起华资企业纷纷迁册的情况，明显超出北京政府原初的预期。举例说，截至1991年年底止，共有84家企业从香港迁册出去，当中74家为华资，只有8家为英资(当中大多为怡和系的附属或相连企业)，2家则为嘉道理家族的犹(太)资，情况之严重，实在不难想见(表18.1)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 18.1 1984 年～1991 年决定从香港迁册别处的公司及相关资料摘要

企业名称	迁册地点	生效日期	主要资本	主要负责人
怡和控股	百慕大	1984 年 5 月 14 日	英资	S. Keswick
牛奶国际控股	百慕大	1986 年 9 月 18 日	英资	S. Keswick
怡和策略控股	百慕大	1986 年 12 月 27 日	英资	S. Keswick
文华东方国际	百慕大	1987 年 4 月 29 日	英资	S. Keswick
通用电子	百慕大	1987 年 7 月 23 日	华资	方叔海
名力集团	开曼群岛	1988 年 1 月 29 日	华资	查济民
卜蜂国际	百慕大	1988 年 4 月 12 日	华资	谢国民
第一太平洋	百慕大	1988 年 6 月 24 日	华资	林绍良
保华控股	开曼群岛	1988 年 7 月 21 日	华资	陈国强
德昌电机控股	百慕大	1988 年 11 月 2 日	华资	汪松亮
实力电子	百慕大	1989 年 1 月 10 日	华资	洪建生
品质企业	百慕大	1989 年 4 月 18 日	华资	T. L. Li
怡南实业	百慕大	1989 年 4 月 25 日	华资	刘汉栋
置地公司	百慕大	1989 年 5 月 15 日	英资	S. Keswick
国银亚洲	百慕大	1989 年 5 月 30 日	英资	P. J. Monnary
乐声电子	百慕大	1989 年 6 月 7 日	华资	李志和
依利安达电子	百慕大	1989 年 6 月 21 日	华资	苏章盛
中华娱乐策略投资	百慕大	1989 年 6 月 22 日	华资	刘銮雄
爱美高集团	百慕大	1989 年 6 月 22 日	华资	刘銮雄
香港兴业	开曼群岛	1989 年 6 月 22 日	华资	查济民
罗氏针织时装	百慕大	1989 年 7 月 4 日	华资	罗定邦
其士香港	百慕大	1989 年 7 月 5 日	华资	周亦卿
其士商业系统集团	百慕大	1989 年 7 月 5 日	华资	周亦卿
泰盛发展集团	百慕大	1989 年 7 月 12 日	华资	香植球
南洋纱厂	百慕大	1989 年 7 月 18 日	犹太资	H. Kadoorie

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续 表）

企业名称	迁册地点	生效日期	主要资本	主要负责人
爪哇企业	百慕大	1989年7月18日	华资	吕辛
大宝地产	百慕大	1989年7月25日	华资	胡应滨
中华娱乐置业	百慕大	1989年7月26日	华资	刘銮雄
华人置业	百慕大	1989年7月26日	华资	刘銮雄
嘉华石业集团	百慕大	1989年8月22日	华资	吕志和
伟易达集团	百慕大	1989年8月23日	华资	黄子欣
万邦航业投资	百慕大	1989年9月5日	华资	曹文锦
国泰城市投资	百慕大	1989年9月13日	华资	罗旭瑞
世纪城市集团	百慕大	1989年9月13日	华资	罗旭瑞
百利保投资	百慕大	1989年9月13日	华资	罗旭瑞
富豪酒店集团	百慕大	1989年9月13日	华资	罗旭瑞
富利国际投资	百慕大	1989年9月13日	华资	庄文顿
华基泰集团	百慕大	1989年9月21日	华资	黄子明
冠亚商业	百慕大	1989年9月26日	华资	杨仁
宝威国际	百慕大	1989年10月3日	华资	刘锦荣
星岛有限公司	百慕大	1989年10月3日	华资	胡仙
讯科国际	百慕大	1989年10月31日	华资	张子东
建生实业	百慕大	1989年11月14日	华资	苏建强
汤臣投资	开曼群岛	1989年11月15日	华资	仝玉洁
开达实业	百慕大	1989年11月29日	华资	丁鹤寿
升冈集团	百慕大	1989年12月5日	华资	刘锡康
远生实业	百慕大	1989年12月13日	华资	黄鉴
香港地	百慕大	1990年2月7日	犹太	H. Kdadoorie
新创见	百慕大	1990年1月9日	华资	潘迪生
瑞菱国际	百慕大	1990年2月1日	华资	颜炳焕

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续　表）

企业名称	迁册地点	生效日期	主要资本	主要负责人
大昌地产	百慕大	1990年2月27日	华　资	陈斌
致瑰针织	百慕大	1990年6月13日	华　资	叶桩寿
惠泰置业	百慕大	1990年3月7日	华　资	曾纪华
新昌集团	百慕大	1990年3月20日	华　资	叶谋遵
鹰君有限公司	百慕大	1990年4月12日	华　资	罗鹰石
远东发展	百慕大	1990年6月12日	华　资	邱德根
百乐酒店	百慕大	1990年4月24日	华　资	许国浩
彩星集团	百慕大	1990年5月22日	华　资	陈大河
仁孚行	百慕大	1990年6月26日	英　资	苏伟泽
合兴食油	百慕大	1990年6月5日	华　资	洪克协
广生行	百慕大	1990年7月11日	华　资	冯万举
王氏港建	百慕大	1990年6月26日	华　资	王华湘
海裕实业	百慕大	1990年7月18日	华　资	蔡世亮
海嘉实业	百慕大	1990年7月18日	华　资	周碧泉
华光航业	百慕大	1990年7月11日	华　资	赵从衍
连卡佛	百慕大	1990年7月17日	华　资	吴光正
Crusadar Investments	百慕大	1990年7月18日	华　资	李明治
Uniworld Investments	百慕大	1990年7月31日	华　资	庄兆绥
王氏工业	百慕大	1990年7月31日	华　资	王华湘
万威科技	百慕大	1990年10月23日	华　资	陈炜文
隆辉集团	开曼群岛	1990年11月27日	华　资	彭磷基
纪德置业	开曼群岛	1991年1月8日	华　资	H. C. Chau
道亨集团	百慕大	1991年1月22日	华　资	郭令灿
大家乐	百慕大	1991年2月1日	华　资	罗腾祥
汇丰银行	伦　敦	1991年4月2日	英　资	W. Purves

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续 表）

企 业 名 称	迁册地点	生 效 日 期	主要资本	主要负责人
四海地产	开曼群岛	1991 年 6 月 12 日	华 资	何鸿毅
庄士机构	百慕大	1991 年 7 月 2 日	华 资	庄重文
东茗集团	百慕大	1991 年 7 月 2 日	华 资	刘学宏
正大国际	百慕大	1991 年 9 月 25 日	华 资	不 详
FSC Investment Holding	百慕大	1991 年 10 月 25 日	华 资	明晓光
富联国际	百慕大	1991 年 11 月 20 日	华 资	郑维志
英皇地产	百慕大	1991 年 12 月 17 日	华 资	杨海城
永安集团	百慕大	1991 年 12 月 24 日	华 资	郭志棕
永安公司	百慕大	1991 年 12 月 25 日	华 资	陈郭惠珍

资料来源：《香港股票资料手册》，1984～1992；The Stock Exchange of Hong Kong Limited, 1984－1992

从另一个角度看，1984 年宣布迁册的企业只有怡和集团 1 家。1986 及 1987 年两年共有 4 家，其中 3 家为怡和集团的附属公司。1988 年上升至 5 家，而且全部均属华资。1989 年、1990 年及 1991 年，分别迅速飙升至 37 家、24 家及 13 家，当中更不乏一些一向与北京政府保持良好关系的企业（表 18.1）。很明显，这时期企业迁册风气之盛、速度之急，已引起了社会极大的忧虑。

在这个来势汹汹的迁册浪潮中，汇丰银行的举动最受市场及社会关注。1990 年 12 月 17 日，当事先张扬的汇丰银行宣布已在英国成立控股公司，并形成变相迁册的格局时，股票市场的反应出奇的冷静，并没有像怡和公司决定迁册时带来的市场震荡那么大。尽管汇丰的管理层一再强调集团不会改变在香港的投资策略，或是维持"准中央银行"的地位不变，社会普遍认为集团正在逐步淡出香港，并会将企业打造为国际性金融机构，以免"将所有鸡蛋放在同一篮子里"。由于香港乃自由社会，企业的来去自然不受干扰，北京和香港政府也只能"干着急"，一时三刻没法子拿出解决办法来。

虽然政府不能干预企业的自由决定，但因大部分迁册企业均属上市公司，他们的一举一动，自然引起了公众投资者的关注。事实上，自迁册风气

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在1989年迅速蔓延开去后，舆论对这种未受全面制约的行动深表忧虑和关注，并希望交易所可以采取适当的行动，保障公众投资者的利益。《星岛日报》的一篇分析文章便这样说：

> 香港上市公司迁册愈来愈严重，值得注意的是，已经迁册或准备迁册的公司仍在香港向港人伸手集资，实质上是把香港的资金带去外国。这是十分危险的事……你信百慕大这个荒芜小岛吗？那儿有工厂吗？有大规模的公司吗？设一个写字楼便成为公司，可以挂个“百慕大某某公司”的招牌，他们做什么生意呢？他们在香港活动，在香港做生意，在香港筹集资金，但后路却是百慕大群岛。那些决定迁册的公司，只要一声“撤出香港”，便带同资金走去百慕大。合理，因为他是在百慕大注册的，回到注册地方做生意，有何不可？如果公司有事，香港的投资者去哪儿追讨呢？比如这间公司发行股票，如何收拾呢？迁不迁册，是公司的事，如果因此影响股民，联合交易所便应该保障股民。（《星岛日报》，1989年4月12日）

到了1989年5月17日，虽然“联交所”发出了规管上市公司迁册的指引，但内容却被行内人士批评为“空洞无物、了无新意”，其中最为公众投资者关心的子公司购回母公司股权问题，更没有作出清晰的界定和指示（《星岛日报》，1989年5月20日）。事情一直拖到1990年1月底，才由“联交所”及证券及期货事务监察委员会共同发出咨询文件，就购回股份立下严格而清晰的指引，防止个别人士从中取利，损害公众投资者的利益（The Stock Exchange of Hong Kong Limited，1991）。

附带一提，从这时候起，由于很多企业希望摆脱业务过度集中于香港的形象，乃将自己的公司定位为国际企业，因而多数在名称上加上“国际”（international）或“控股集团”（holdings）等字眼。说实在的，有些企业名为“国际”，实际业务仍集中于香港，但也有不少企业落实了“国际化”的投资策略，大力将业务向海外拓展，希望借着“国际化”的方式分散投资风险，而这种投资方向的转变，其实则是促使日后香港企业走上国际舞台的重要因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中东战火与股海翻浪

1990年1月初，股市信心未复，交投颇为淡静。月中，虽有市区重建计划“拍板”(定案)及国泰航空购入港龙航空二成多股权等利好消息的刺激，股市仍然欲升无力。结果，该月月底的恒生指数只以2 751.60点收市。踏入2月份，市场虽没特别利好消息，但因个别机构投资者在不断增持港股，指数也冉冉上升至月底的2 951.98点。

3月初，受汇丰银行业绩未如预期的打击，指数曾一度下滑。到了下半月，因怡和系业绩较预期好，指数又掉头回升，并一度突破3 000点关口。月底，指数虽略为回落，但仍报收2 997.98点。事实上，每到3 000点关口，投资者便变得十分审慎。举例说，在整个4月份，指数一升穿3 000点，回吐压力便大增。相反，一跌破3 000点，又有一股趁低吸纳的支持力。结果，指数便在最高的3 067.67点及最低的2 950.09点这个范围内上上落落、来来回回。

5月初，受美国政府是否延长中国最惠国待遇问题影响，指数曾在5月17日下试2 917.63点。不久，在纽约股市造好的带动下，指数又重越3 000点关口，并于月底以3 132.33点的高位收市，而市场气氛也变得较为乐观。承接着这种较为正面的看法，在交投锐增的刺激下，指数升上了6月26日的两年高位——3 292.35点。

由于不利因素未有在6月份造成冲击，7月份的股市便愈见畅旺。不但指数升幅可观，成交量也增长显著。结果，指数在7月25日创出了全年高位的3 559.89点。稍后，受纽约股市表现差强人意的拖累，指数才回落至月底的3 480.49点。经过7月份的“劲升”后，踏入8月份，受伊拉克入侵科威特而引起环球性“波斯湾危机”的影响，市场迅速出现了急剧回吐，并在8月23日下挫至2 871.41点。与7月25日的高位比较，在短短的一个月内，指数下跌了接近二成。

面对伊拉克的侵略行为，联合国通过了以美国为首提出的一项决议案，一方面要求伊拉克无条件撤军，另一方面则计划对该国实施贸易及经济制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

裁。受到该项议决的影响，投资者以为中东局势将很快平静下来，股市也在9月初急速反弹。惟恰恰相反，伊拉克不但没有撤军意向，反而不断向科威特边境增兵，行动再次引来世界各国的关注，而香港的恒生指数也由9月12日的3 105.04点，急速下跌至月底的2 760.82点。

10月初，由于“海湾危机”仍未消除，投资者也显得态度审慎。月中，因传出外交斡旋渐见成效而国际原油价格又逐步回落，买卖曾经一度变得活跃，指数也反复上升至月底的2 990.96点。不过，到了11月份，因早前传出的“渐露曙光”消息仍未见落实，市场的观望气氛又再次变得浓烈。由是之故，该月的恒生指数一直只在窄幅间上落。

12月份的股市虽然反复，但趋势却偏向正面。月初，受联合国秘书长亲赴巴格达(Baghdad)商讨和平解决科威特问题消息的刺激，指数曾上升至3 163.69点。后来，当传出安南(K. Anna)斡旋行动失败的消息后，国际局势又再次拉紧。与此同时，汇丰银行又宣布将总部迁往伦敦。在多项利淡消息的打击下，指数逐渐回落至该年年底的3 024.55点。与上一年比较，1990年的指数微升6.6%，至于全年总成交量则有2 887.14亿元，较上一年下跌了3.5%。

该年，分别有寿幸科研集团(Juko Laboratories Holdings)、南华早报控股(South China Morning Post Holdings)、香港玩具国际(Hong Kong Toys Centre International)、国际德祥(International Tak Cheung Holdings)、祥华首饰(Cheung Wah Development)、添发庆丰集团(Tem Fat Hing Fung Holdings)、恒光实业(Swank International)、八佰伴国际饮食(Yaohan International Caterers)、创科实业(Techtronic Industries)、新鸿基香港工业(SHK Hong Kong Industries)等11家新企业安排上市，气氛明显较上一年热闹(《香港年鉴》,1991;The Stock Exchange of Hong Kong Limited, 1991)。

美伊开战与港股起飞

经历过1987年10月的股灾、1989年的“政治风波”及1990年的伊拉克

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

入侵科威特等时局跌宕后，一踏入 1991 年 1 月份，一直剑拔弩张的波斯湾局势反因美国在 1 月 16 日派兵攻打伊拉克并迅速解除该国武装而消除了长久以来困扰股市的不明朗因素，使股票市场豁然开朗，甚至迅速起飞。所谓“山雨欲来风满楼”，1 月初，因波斯湾硝烟弥漫，投资者也裹足不前。当 1 月 16 日战火爆发时，恒生指数虽曾一度跌穿 3 000 点的心理关口，但之后则因美军全面控制战局而迅速回升。由于伊拉克完全没还手之力，多数投资者认定战事很快便会结束，市场买卖气氛也明显变得活跃起来。该月月底，战事虽未结束，但指数已上升至 3 243.30 点。

传统以来，如遇 2 月份为农历新年长假期，股市表现通常都会较为呆滞。不过，这年则明显不同。月初，承接 1 月底的升市，市场买卖已颇为活跃。到了月中，当伊拉克宣布无条件撤出科威特时，指数升幅更为可观。到了 2 月 24 日，美国开始派出地面部队，朝巴格达挺进。虽然战争升级，但投资者的信心则有增无减。该月月底，恒生指数进一步升至 3 552.14 点。

经过 1、2 月份的上升后，3 月初的股市仍十分畅旺。由于战争的进展颇为顺利，加上各大公司的预期业绩理想，3 月初的指数仍是升多跌少。到了下半月，伊拉克宣布无条件接受联合国决议，战争正式结束，而股市则因部分投资者获利回吐而回落，但幅度不大。结果，该月月底的指数仍以 3 745.97 点收市。4 月初，股票市场仍颇为热闹，指数也再下一成，升上了 4 月 3 日的 3 869.70 点。之后，因中、英两国就新机场计划的争论升级，股市又变得反复无常，而指数则逐步回落至月底的 3 588.36 点。

受美国会否延续中国最惠国待遇及新机场计划最终能否上马等因素的困扰，5、6 月间的股市表现仍颇为反复。当有美国国会议员威胁反对延续最惠国待遇时，指数会明显下滑；反之，当传出美国总统坚持延续最惠国待遇时，指数又迅速回升。另一方面，有关香港机场问题的争论，同样左右着股市的表现。当 5 月初的中、英机场小组会议传出谈判气氛较好时，交投也颇为活跃；稍后，当传出双方争议激烈而计划有可能胎死腹中时，指数又明显下滑。结果，5、6 月份的恒生指数分别报收 3 707.01 点及 3 668.64 点。

7 月初，因中、英两国最终就新机场计划达成谅解备忘录，投资者入市的态度也变得特别积极。该月，成交量多达 338.9 亿元，为 1987 年 10 月股灾以来成交量最高的一个月，而恒生指数更一度升上了 7 月 26 日 4 031.29 点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的历史高位，使投资者极为雀跃。后来，由于港府推出抑制“楼花”措施及苏联传出政变等消息的拖累，股市气氛急降，而指数则迅即回落至 8 月 19 日的 3 722.75 点。之后，虽曾一度反弹，但力度不大，到 8 月底，指数仍无法重上 4 000 点关口。

9、10 月份的股市基本上处于反复偏稳的格局。由于利淡利好消息不相伯仲，买卖双方也颇为拉锯，股市似乎失去了方向。到了 10 月底的最后 2 个交易日，指数才因机构投资者大手吸纳而重上 4 000 点。11 月初，受美国国务卿访问中国及中美知识产权谈判进展良好的刺激，指数持续上升至 11 月 15 日的 4 271.34 点。到了 12 月，虽然有不少负面消息如苏联政局未稳、美股疲弱及怡和取消香港第一上市地位等的相继出现，但投资者仍表现得十分冷静。年底，更因预期来年经济向好而交投转活。结果，该年年底的恒生指数以 4 297.33 点收市，比上一年急升了 42.1%，至于全年总成交量则有 3 341.03亿元，较上一年上升了 15.7%。

由于股票市场气氛热烈，该年分别有金岛集团(Golden Island Holdings)、金源米业(Golden Resources Development)、亚洲企业集团(Process Automation Holdings)、群思集团(Team Concepts Holdings)、明报企业(Ming Pao Enterprise)、志成集团(Chee Shing Holdings)、长城电子(Great Wall Electronic)、东荣钢铁(Tung Wing Steel Holdings)、中华制漆(China Paint Holdings)、嘉利美商(Frankie Dominion)、佐丹奴企业(Giordano Holdings)、精电国际(Varitronix International)、港陆国际(Harbour Ring International)、和记行控股(Wo Kee Hong Holdings)、安历士国际(Anex International Holdings)、南顺食品(Lam Soon Food Industries)、佳利国际(Benelux International)、信利国际(Truly International Holdings)、星光国际(Star Paging International)、新昌建筑(Hsin Chong Contruction)、业恒昌集团(Yip's Hang Cheung Holdings)、有利控股(Yau Lee Holdings)、东强电子集团(Orient Power Holdings)、益泰集团(Acme Landis Holdings)、幸福集团(Righteous Holdings)、利丰雅高(Leefung-Asco Printers)、太元集团(UDL Holdings)、日本信用保证集团(JCG Holdings)、巨川国际(Innovative International)、崇文科技(Management Investment & Technology)、ABC 佳讯(ABC Communications)、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大快活集团(Fairwood Holdings)、国际簡业(International Pipe)、耀荣国际(Yiu Wing International)、震雄控股(Chen Hsong Holdings)、添利工业(Termbray Industries International)、益安国际(Yanion International)、德成集团(Tak Sing Alliance Holding)、连域集团(Double Kingdom Holdings)、南北行集团(Nam Pak Hong Holding)、大凌集团(Styland Holdings)、金辉集团(Jinhui Holdings)、恒华集团(Hanwah Holdings)、远东铝质集团(Far East Aluminium)、锦兴磁讯(Hanny Magnetics)、黛丽斯国际(Top Form International)、白花油国际(Pak Fah Yeow International)、诚德国际(S. Megga International)等 48 家新公司上市集资,当中还没计算一些以介绍及配售形式上市集资的企业,为 1987 年股灾之后难得一见的景象(《香港年鉴》,1992;*The Stock Exchange of Hong Kong Limited*, *1992*)。

李福兆的不幸结局

在分析香港股票市场的历史和发展时,我们无可避免地要论及以李福兆为首的"联交所"前管理层被指贿赂贪污案。正如上一章中谈到,1987 年 10 月份的停市决定及股灾发生后,社会对当时交易所的管理层是否牵涉私人利益问题表示极大关注,而廉政公署也迅速介入调查,并在 1988 年 1 月 2 日高调拘捕李福兆、辛汉权及曾德雄 3 人,至于其他各人如冼祖昭、王启铭、马清忠、湛兆霖、钟立雄及李国麟等 6 人,也在同年 8 月 18 日被廉署落案,控以贪污受贿的罪名。

这个震惊国际金融界的案件,基本上可分作两大部分。其一是针对李福兆本人的收受国泰航空及永新企业上市利益案;其二是针对"联交所"8 名前管理层成员(原为 9 人,因曾德雄后来转做控方证人不被起诉而减为 8 人)获优先配售股份案。以免混淆,我们先谈谈针对李福兆个人的案件。

自 1988 年 1 月 2 日拘捕李福兆后,经深入调查,廉署在 1990 年中起诉李氏。其控罪分别为:(一)身为"联交所"的代理人,在 1986 年 5 月 19 日未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有合理解释下收受50万股国泰航空的优先配售股权，作为批准、支持或不反对该公司上市的报酬。（二）身为"联交所"的代理人，在1987年3月3日未有合理解释下收受30万股永新企业的优先配售股权，作为批准、支持或不反对该公司上市的报酬。经过长达35个工作日的审讯，陪审团在1990年10月18日以5比2裁定李氏受贿罪成，而法官则按陪审团的裁决判被告每项控罪入狱两年，分期执行。也即是说，李氏共需要入狱4年，不准缓刑（《星岛日报》，1990年10月16日至19日）。

对于一生叱咤风云的李福兆最后锒铛入狱一事，社会上的看法颇有分歧。有人认为事件暴露了人性贪婪的本质，有人认为李氏个性傲慢招祸，也有人认为李氏对香港股票市场的发展有功有劳而落得如斯结局，着实有点兔死狗烹的味道（《星岛日报》，1990年10月19日）。虽然看法人见人殊，但曾与李氏共事多年的"联交所"前副主席冼祖昭的一段回应，多少可让我们看到案件吊诡和复杂的一面。他说：

> 当时政府控告他身为上市委员，拿取国泰股份，才让该公司可以上市。李福兆先生会为数十万元而自毁前途吗？另外，国泰航空公司是香港唯一的航空公司，在每一方面都符合上市条件，哪用贿赂！但法官既判他有罪，我也无话可说，我们虽然是工作上的伙伴，私下却没有交往。我不是为他辩护，但我却不信他收受贿赂。（证券界的反应）当然十分不满了。事实上，政府要找一只代罪羔羊，尤其是财政司要找一只代罪羔羊，所以李先生便当灾了。（*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997）

不论涉案者、家人、业界、政府官员以至普罗市民的看法如何，法庭的裁决基本上已为事件画上了休止符。对于这样的结局，另一位曾与李福兆有交往的香港经纪协会前副主席朱颂田便颇有感慨地说：

> 对我而言，他的形象可以用爱恨交加来形容。在他创办远东证券交易所时，我敬佩他的大无畏精神，甚至敢去打破长期被殖民

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

地政府支持而又由外资商人所控制的证券市场，使证券行业和本地华人的实力可以壮大起来。短短数年间，将原本只有上层人士才能参与的游戏，变得普及化，引起外国投资者的关注，并使香港的证券市场达至国际水平，从这方面看，他的过人才干和魄力，是十分肯定的。遗憾的是，他的成就同时亦给他带来过高的自信和一点点的霸气，甚至使他忘却功成身退的道理，最后更得到一个不愉快的结局。（*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*，1997）

李福兆收受利益案件审结后不久，廉政公署就其他“联交所”前管理层获优先配售股份案件的审讯也随之展开。1991 年 10 月底，包括李福兆在内的 8 名前管理层被解上法庭，展开了长达 8 个多月的审讯。到了 1992 年 6 月中，审讯终于完毕，并交由陪审团裁决。经过 5 天 4 夜的退庭商议后，陪审团以大比数通过 8 名被告罪名不成立。结果，在同月的 23 日，法官接纳陪审团的决定，判 8 名被告无罪，当庭释放，结束了这场扰攘多年的案件（《星岛日报》，1992 年 6 月 23 日至 25 日）。

对于这个案件，社会上的讨论及意见同样极为纷纭。事隔 10 多年后，那些曾牵涉其中的人更是耿耿于怀，甚至心有不忾。举例说，曾属被告人之一的马清忠，便对当年卷入这场纷争作出反驳。他这样说：

配售时，我们是要填申请表格的。我们需要将申请人的名称等资料——当中有委员、会员、正副主席和上市小组成员等，各人所认讲股份的名称和数量，都会呈交证监专员，那是相当公开的事情，也没有隐瞒什么事实。政府不能说我们所有委员和上市小组都有收受（贿赂），全部（人）都有收受（贿赂）……而且，我们开会时都有录音……如果我们有理亏的地方，我们便不会这样做了。（*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*，1997）

另一名涉案人冼祖昭更颇为不满地说：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当年配售股份是很公开的事情。董伟先生(前香港证券经纪协会主席)和袁天凡先生(联交所前行政总裁)在接受电视访问时亦曾谈及此事,当时每个人都接受配售股份,每个人都知道。如果政府说并不知情,那便是实实在在的撒谎。(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)

事实上,在四会合并前,政府与各交易所之间一切都保持着良好的合作关系,至于对行内配售股份的活动,不但知之甚详,更一直以“不干预自由市场运作”为由而没有阻止。10 月股灾之后,政府为何一反“传统”,并在毫无警告之下对管理层作出带有政治色彩的检控,则引来了业界的诟病。对于政府突然改变“游戏规则”,并在毫无预警之下便作出检控的举动,“联交所”首任行政总裁而又属被告之一的辛汉权这样回应:

我不清楚真正原因,可能这是政府的政治手段。我觉得这里多少有政治气味。我们干的根本不是犯法的事,以往都是这样做的。远东交易所、金银交易所等由 1970 年开始到现在都是这样做的,我们只是继续前人所做的工作。假若政府订立新例(立法)认为这样做不对的话,我们不干便是了。真的不该突然攻其不备(突然控告),政府也有先例可循,对于在 1973 年以前贪污的警察作出大赦。既然觉得我们干得不对而检控我们,但又为何不追究过往曾经这样做的其他人呢?(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)

当事件已变成历史,我们的看法或者会有改变。回想李福兆与“联交所”前高层遭检控事件,我们今天仍会觉得有些地方颇值得商榷和思考。

(一) 作为管理层,在认购股份问题上没理由不提高警觉,避免利益冲突,授人话柄。套用法律上的用语,光明磊落、大公无私是要让人看得见的,以“行规”或“传统”作借口而本身又牵涉利益之中,难免引人诟病。

(二) 当事人既然被控受贿罪,行贿者又如何?贪污贿赂这问题总不能只唱“独角戏”吧!为什么廉政公署没有检控行贿及安排行贿、受贿双方的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

相关人士呢？中间是否又牵涉政治交换呢？政府在处理这次事件的透明度明显不足。

（三）从种种迹象显示，政府对行内优先认购股票的传统或行规早已知悉，但却一直不作正面干涉，为何10月股灾后则突然将之“一网打尽”呢？这样的处事手法，到底是不是为了转移视线，从而抚平公众的不满呢？

（四）在停市的决议上，“联交所”前管理层尚且要下台，但出尔反尔而监察不力的财金官员又为何没有一个需要负责呢？与那些弄至“遍体鳞伤”的“联交所”前管理层比较，政府官员“官字两个口”的形象，不正是更加鲜明和突出吗？

话说回来，这次事件给我们最大的教训是：“清白比什么都重要”。为官者需要清白，担任公职者同样需要清白。无论一生贡献多大，哪怕只是细细的一个污点，最终都可令人黯然无光、抱憾终生。

结　　语

回头看，1989年至1991年这3年间，香港经济及股市虽然受到外围因素的不断干扰和冲击，但大多能持盈保泰，并凭借本身的优势克服种种困难，化险为夷。就以本地生产总值和恒生指数为例，3年间均录得可观而稳定的增长，引起其他国家及地区的艳羡（《香港年鉴》，1990～1992）。事实上，由于香港已建立起一套公平公正的司法制度，加上便民利商的政策、高效率的营运、无远弗届的商业网络、自由进出的资金流动及极具吸引力的资本市场等因素。当内外政局趋向稳定之时，香港经济及股市的表现，往往便会令人刮目相看。

还有一点值得注意，由于中国政府进一步落实改革开放的政策，内地与香港的经贸往来自然更加频繁；至于距离回归日子愈近，两地人民的交流和互通也愈见频繁。正因为两地的阻隔日渐缩窄，而相互依靠则日见突出，香港经济及股市受到中国因素影响的层面也变得更为实在，也更为广泛。从好处看，香港自然能够从内地经济的起飞过程中获取动力，从而强化本身的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经济实力。从坏处看,香港的经济变得更加依赖内地,至于股市的风险也会因中国政局的变化而增大。至于好坏之间孰多孰少、谁强谁弱,则只能看日后的发展和造化了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第十九章

政改争拗与红筹涌现

经过首10年的企业改革和整顿后，某些素质较佳的中资企业已经突围而出，并迅速成长起来。众所周知，在企业成长之初，能否取得充裕资金的支援极为重要。就在国营企业处于发展过程十字路口的时刻，作为世界五大资金集散中心之一的香港股票市场，恰好发挥了本身协助企业融资的优势，为中资及国营企业吸收养分和拓展业务作出了重大的贡献。

另一方面，当中、英两国仍为过渡期的安排及新机场问题而各抒己见之际，英国政府突然撤换港督，以不谙中国事务的保守党前党主席彭定康接替一向予人“中国通”形象的卫奕信，显示英方正在调整外交策略，希望尽量争取机会来延伸其政治影响力。事实上，彭定康上任后，便一反传统地大搞“政治改革”，引来中方强烈不满。结果，在一浪比一浪强烈的政治争拗浪潮中，股市也如坐“过山车”般大起大落，使一般股民无所适从。以下让我们先谈谈“红筹、国企”股迅速涌现的现象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中国概念与股市升温

在深入讨论之前，让我们先粗略介绍一下何谓“中国概念股”、何谓“红筹股”、何谓“国企股”及何谓“紫筹股”等市场流行的术语。所谓“中国概念股”，其实是泛指那些资产或盈利大部分来自中国内地的香港上市公司(或股票)，当中包括了“红筹股”、“国企股”及“紫筹股”。所谓“红筹股”，是指那些依照香港法例在香港注册和上市但控股权则在内地的上市公司(或股票)。其上市方式一般有两种，其一是透过收购已在香港上市的公司(俗称“买壳”上市)，其二则是自行在香港直接申请上市的公司。

所谓“国企股”，是指那些直接在香港招股上市的中国国营企业(或股票)。由于这些属国营企业，他们来港上市前必须得到中国国务院的批准，并须得到中国证监会的同意和推荐。对于红筹及国企股的分野，“联交所”前主席兼红筹国企股重要推动人李业广这样解释：

> 国企股与红筹股分别很大。国企(股)是指中国的国家企业，是在中国注册的；红筹股则在香港注册。在香港注册的红筹(股)公司，有些股东来自国内省市，有些则来自香港，如“上海实业”；又或是承办国内的贸易生意。这些公司虽在香港“买壳”上市(或自行上市)，但其性质明显与本地企业有别。(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)

至于所谓“紫筹股”，其实是指那些被列入恒生指数成分股的“红筹股”。由于恒生指数成分股一般较为大型，并被称为“蓝筹股”，行内人士便将“红色”混合“蓝色”变成“紫色”的现象，类比红筹中的蓝筹股为“紫筹股”了。

我们或者会这样问：“为什么香港的股票市场会在20世纪90年代初涌现一大批红筹及国企股呢？”这是一个十分有趣的问题。正如第十六至第十八章中谈到，自从内地在70年代末宣布开放改革以后，原初的国营企业也在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

滚滚的改革大潮中变阵重组。经过10多年的反复试验和整顿，到了80年代末，很多优质国营企业已扭转过往“流血不止”的亏损局面，并逐步成长起来。

正如著名美国经济学家顾尔德(G. Gilder)所言，企业是推动经济发展的“火车头”。但是，要将这个“火车头”启动，我们必须先输入燃料或能源，而资金正是这个关键步骤中的重要力量来源。也即是说，若要进一步提升国内企业的竞争力和综合质素，便必须争取资金的有效配合。可惜，开放初期，国内并没有像股票市场一类的公众集资途径。

另一方面，香港联合交易所的管理层也清楚地明白到国内企业对资金的迫切需要，并主动与内地有关部门接触，从而打开了红筹、国企来港上市集资的大门，为两地的企业及股票市场发展，掀开了另一重要篇章。在回忆早期如何引入国内企业的问题时，“联交所”前主席暨重要推动者之一李业广，他不但精辟地说出了“联交所”主动出击的原因所在，也扼要地交代了过程的曲折和商讨时彼此坚守的信念。他说：

> 若以香港本身的市场来说，发展是有限的。大中型公司多数已在20世纪70至90年代上市，所剩下的大型上市公司已经很少了。在我们眼中，本港市场最大的发展潜力是中国大陆。1992年我们便写了一份中期报告书给国务院及中国人民银行，当时中国还没有自己的证监会，我们便向国务院及人民银行提出国企在香港上市的方案，但有关公司必须是“优质国企”。到了1992年4月，我们组团往北京探访国务院及人民银行……其后会见了朱镕基，向他解释有关的建议。他对国企在香港上市的计划很感兴趣，但我们强调要在香港上市，就必须要符合国际标准……当时国内的领导人，如人民银行的刘鸿儒和国务院的朱镕基亦非常明理，均赞同上市的步伐宁可慢一点，也要跟随国际标准，这样中国公司若能在香港上市，就如同享有国际市场上市般的地位……1992年计划在香港上市的中国国企公司约有9间，我们要求它们进行架构上的改组，使能符合国际标准。这些重组工作花了不少时间，一直到1993年7月才有第一间国企正式上市。现在在香港上市的中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

国公司大约已有25间了，数目仍在增长之中。(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)

事实上，国内企业来港上市，一方面自然可让国内企业吸纳资金、改善营运并提升管理质素，另一方面则可壮大香港的股票市场，改变以往过度侧重地产业的传统和流弊，令双方达到取长补短、相互配合的双赢格局。李业广继续说道：

现在已引进香港的国企多是大型企业如钢铁及石化等，他们对香港市场是十分有利的。香港的上市公司市场常给人批评是一面倒的地产股，工业股相对来说很弱，数目和规模都小，几乎将所有工业股加起来也未必及得上一只地产股。国企股在这方面便平衡了香港的市场，因他们主要是大型的重工业股，一间的规模较之香港所有工业股合起来的总和还要大。国内国企的数目很多，有说五千间至几万间，已在香港上市的比例仍很少，相信在十年后当有百多两百间国企在港上市时，对香港市场形势便有更大影响。(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)

至于“联交所”前行政总裁(现任主席)周文耀也十分同意这个看法，并认为香港的股票市场，必须通过强化与内地的联系和结合来提升本身的多元性和竞争性。他这样说：

我认为香港的市场将来一定会更依赖中国内地。在香港，可以上市的公司都已经上了市，现在只剩下九广铁路、地下铁路(已上市)、机场管理局等数间大型公共事业机构，其余的已全部上市了。另外，香港的上市公司，大部分都是地产股，就算不是房地产的公司，都沾上物业的成分，我想比率约有四成。香港没有重工业，而全部重工业都在内地，如果想香港的市场结构更理想的话，就一定要有红筹股来港上市，这样可让投资者有较多选择。如他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

们不喜欢投资地产，可以选择投资工业、能源、公路、电子、化工等，在这方面而言，中国的企业自然可以补充香港的不足了。(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)

由于内地与香港两地各有优势、各有特长，双方的结合自然产生了巨大的协同效应(synergy)，既为内地企业的发展创造有利条件，也让本地投资者分享中国经济发展的果实。正因如此，两地经济才能继续保持良好的发展势头，并在90年代绽放更加明亮的光芒。

对于红筹、国企股在90年代的涌现有了初步掌握后，现在我们可以检视一下1992年股票市场的整体表现。1988年至1991年这数年间，香港股市虽然多次受外围因素所左右，但恒生指数仍能保持向上攀升的势头，显示香港整体的经济及金融基础不弱。踏入1992年，当内外政局缓和下来之后，股市便能彻底地摆脱过往郁闷难抒的闷局，迅速地发展起来。1月初，股市交投仍未见活跃。但是，到了1月13日，指数已在交投增多的推动下逐步攀升至1月24日的4 600.08点。之后，虽因获利盘涌现而略微回落至27日的4 554.73点，但月底仍以4 601.78点收市，显示市场的动力仍十分强大。

2月份的农历新年长假期过后，股市已在外资涌入等因素的刺激下升上2月7日的4 711.37点。之后，交投仍然活跃，并逐步攀升至月底的4 929.26点，表现颇为不俗。承接2月份的强势，3月初的股市气氛仍十分炽热。虽然3月6日曾出现较急的回吐，但到3月10日又掉头回升，并在翌日突破5 000点的心理大关。之后，指数便在5 000点的关口窄幅徘徊。月底，交投略为回软，而指数也以4 938.30点收市。

4月中旬之前，恒生指数的走势颇为疲弱。虽然期间曾受4月7日招商局以13.5亿元购入现代货柜码头15.0%股权消息的刺激而一度急升，但之后还是“重回旧地”。经过一轮整固后，到了4月下旬，股市便明显转势，并迅速重上5 000点大关。不久，在外资买盘增加的带动下，指数更升上了4月28日的5 420.69点。月底，指数虽略为回落，但仍以5 369.57点收市。

踏入5月份，恒生指数升势更急。举例说，在5月的第二个交易日(即5月4日)，交投极为活跃，并将指数推向5 600点的大关。之后，由于买卖气氛持续炽热，联合交易所更需在同月15日宣布延长交易时间半小时，以便经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

纪处理积存交易。在交投活跃的推动下，指数在 5 月 26 日升穿了 6 000 点的历史高位。该月月底，恒生指数以 6 080.15 点的高位收市。

6 月初，受政府批出大屿山高速公路建筑工程合约的刺激，指数仍能维持在 6 000 点之上。之后，由于再没有利好消息，指数便在获利回吐的压力下逐步下滑至 6 月 19 日的 5 887.60 点。经过两星期左右的技术调整后，到了 6 月 25 日，受汇丰银行成功收购米特兰银行(Midland Bank)，指数又迅速回升至 6 078.69 点。该月月底，恒生指数更以 6 103.92 点的高位收市。

7 月初，受中、英两国新机场融资安排谈判将在北京举行消息的刺激，市场交投仍然炽烈。稍后，股市曾因技术性调整而略为回落，但幅度不大。到了 7 月 13 日，因中国航空公司(China Airlines)及香港中旅集团(China Travel Group)斥资 34 亿元购入国泰航空一成的股权，市场买盘再兴，指数又重上 6 000 点的水平。两日后的 7 月 15 日，海虹集团(Hoi Hong Holdings)正式在香港联合交易所上市。受这些利好消息的刺激，指数升上 6 100 点水平。事实上，海虹集团乃首家通过在香港成立控股公司上市的中国企业，这个上市模式的落实，为日后同类中资企业的上市，提供了“买壳”以外的另一类选择。稍后，因中、英两国未能就新机场工程及财务安排达成协议，指数又反复滑落至 7 月 27 日的 5 664.39 点，跌势之急，曾令不少投资者大为紧张。月底，指数曾略为反弹，但幅度不算大。结果，恒生指数在 7 月最后一个交易日报收 5 881.13 点。

8 月份及 9 月份股市的表现则差强人意。8 月初，因新机场计划出现变数，市场气氛变得较为审慎，交投也显著回落。8 月 12 日，财政司突然下令调查资产值达 80 亿元的联合集团。与此同时，“联交所”则停止了与该集团相关的 10 家企业，它们分别为联合集团(Allied Group)、联合国际工业(Allied Industries International)、联合地产(Allied Properties)、亚洲国际证券(Asia Securities International)、Crusader Holdings、Paragon Holdings、百乐门印刷集团(Paramount Printing Group)、三泰实业(Santai Manufacturing)、东荣钢铁集团(Tung Wing Steel Holdings)及伟益公司(Wai Yick Limited)。受到这项消息的影响，股市气氛变得更差，而恒生指数更反复下跌至 8 月 25 日的 5 291.49 点。之后，由于短期内跌势过大，曾出现技术性反弹，并以该月月底的 5 628.60 点收市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

承接着8月份的弱势,9月份的股市表现仍然十分呆滞。月初,市场虽然有一些大手成交,但指数上落不大。之后,中、英两国机场委员会会议虽然在停会月余之后宣布复会,但因会前的争拗颇多,气氛不好,市场预期难以达至实质协议,前景仍不见乐观,而指数也一直在5 600点至5 500点之间窄幅来回。结果,到了该月月底,恒生指数只以5 505.44点收市。

10月上旬,市场的买卖仍未见活跃。10月6日,"联交所"公布包括上海石化(Shanghai Petrochemical)、仪征化纤(Yizheng Chemical Fibre)、昆明机床(Kunming Machine Tool)、广州广船(Guangzhou Shipyard International)、青岛啤酒(Tsingtao Brewery)、马鞍山钢铁(Maanshan Iron & Steel)、东方电机(Dongfang Electrical Machinery)、天津渤海化工(Tianjin Bohai Chemical)及北人印刷(Beiren Printing Machinery)等9家计划在港上市的中国国营企业名单。消息虽然引起投资者对国企股进入香港市场的憧憬,但因计划仍需要得到国务院的最后审批,才能正式落实,因而没有扭转市场沉闷的气氛。10月7日,彭定康发表首份施政报告,提出政改方案,引来中方强烈抨击(详见下一节)。初期,股市并没因政制争拗而出现波动。同月15日,市场虽然因中方公开反对英方建议动用土地基金注资新机场计划而一度下滑,但不久则在外资源源涌入而迅速上升,并由5月14日的5 806.77点持续上升至10月22日的6 329.12点。之后,因中、英两国的争拗扩大而逐步回落至该月月底的6 190.69点。

11月初,股市仍因中资企业大举涌入而表现得热火朝天,恒生指数也由上月的6 190.69点持续上升至11月5日的6 347.77点。11月6日,华润集团宣布斥资1.74亿元购入华人银行一成半的股权。不过,股市并没因此而急升。相反,在部分投资者"趁好消息出货"的带动下,指数轻微回落。不久,市场又在香港中旅国际投资(China Travel International Investment Hong Kong)在港上市消息的刺激下辗转回升至11月12日的6 447.11点历史高位。

同月14日,由于北京再次表明中国政府绝对不会接纳彭定康的政改方案,显示中、英争拗升级,股市开始回落。两日后,正在英国访问的国务院副总理朱镕基,公开表示中方强烈反对港府单方面提出的政制安排,并认为两国的争拗极有可能危害两国的经济合作,使香港股市的气氛更急转直下,并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

由 6 447.11 点的高位反复回落至 11 月 17 日的 6 088.52 点及 19 日的 5 855.41点。之后，虽然有些技术性反弹，但力度不大。受到两国争拗不绝的影响，月底时的恒生指数只以 5 810.63 点收市。

踏入 12 月份，由于双方的争拗升级，中方在 11 月 30 日下午公开表示不会承认任何由英方单方面签署及批出而跨越 1997 年 7 月 1 日的合约或协议。受到这个重大消息的影响，恒生指数应声大幅下挫。12 月的第一个交易日，指数便急挫 308.92 点，引起了投资者的颇大忧虑(South China Morning Post, 1 December 1992 & 4 December 1992)。同月 3 日，由于双方关系进一步恶化，指数再次急跌，单日再跌去了 433.44 点，报收 4 978.21 点，使一般投资者大为恐慌。由于短短 3 日内跌去了 832.42 点(跌幅高达 14.3%)，12 月 4 日曾出现强烈的技术回吐，并升上了 5 268.10 点。之后，由于双方政府收敛言语上的指骂，加上联络小组在北京举行第 25 次会议的气氛尚算融洽，恐慌心理才逐渐平复下来。虽然中、英之间的争议稍为平复，但投资者的态度仍极为审慎。该月月底(12 月 31 日)，恒生指数以 5 512.39 点收市。与上一年比较，指数上升了 28.3%，至于全年总成交额则达7 005.8 亿元，较上一年大幅增长达 109.7%(The Stock Exchange of Hong Kong Limited, 1993)。

至于该年新上市的企业更多达 54 间，当中并不包括以介绍及配售形式上市的 10 家公司，创香港联合交易所成立以来的最高纪录。这 54 家新上市的公司分别为：银鹰集团(Silver Eagle Holdings)、港华集团(Kong Wah Holdings)、顺成集团(Shun Shing Holdings)、海成集团(Hoi Sing Holdings)、英发国际(Climax International)、鸿兴印刷集团(Hung Hing Printing Group)、森泰集团(Same Time Holdings)、恒盛集团(Hansom Holdings)、特时泰国际集团(Topstyle International Holdings)、宝佳集团(Eastern Century Holdings)、Ocean Information Holdings、京华自动化集团(Capital Automation Holdings)、合盈国际(Hop Ying International Holdings)、保昌集团(BALtrans Holdings)、瑞力控股(Welback Holdings)、利丰(Li & Fung)、裕元工业集团(Yue Yuen Industrial Holdings)、民信集团(Mansion Holdings)、东方海外国际(Orient Overseas International)、达利国际(High Fashion International)、德永佳(Texwinca Holdings)、运通泰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

(Winton Holdings)、Indesen Industries、新龙国际(SIS International Holdings)、冠军科技(Champion Technology Holdings)、余仁生香港(Eu Yan Sang Hong Kong)、中国海外发展(China Overseas Land & Investment)、惠记集团(Wai Kee Holdings)、冯祥记(Fung Cheung Kee Holdings)、中大印刷(Chung Tai Printing Holdings)、咏辉国际(Pam & Frank International Holdings)、金利来集团(Goldlion Holdings)、凌电集团(Ryoden Holdings)、毅力工业(Ngai Lik Industrial Holdings)、笔高远东(Pico Far East Holdings)、锐鸿集团(Sharp Brave Holdings)、顺昌集团(Shun Cheong Holdings)、益通国际(Firstone International Holdings)、华人银行(HKCB Bank Holdings)、美特容器(M. C. Packaging Hong Kong)、威发国际(Perfectech International Holdings)、四海旅游(Four Seasons Travel International)、潮州城集团(City Chiu Chow Holdings)、伟易达集团(VTech Holdings)、亚伦国际(Allan International Holdings)、中国星集团(Star Entertainment International)、威特利国际(Watary International)、美时集团(Lamex Holdings)、爱高集团(Alco Holdings)、良记集团(Leung Kee Holdings)、利信达集团(Le Saunda Holdings)、越秀投资(Guangzhou Investment)、八佰伴食品制造(Yaohan Food Processing & Trading)及国卫保险亚洲(National Mutual Asia)、香港中旅国际投资及海虹集团(The Stock Exchange of Hong Kong Limited, 1993)。

政制改革与中英争拗

进入后过渡期,中、英两国在政制改革问题上的争拗,一直困扰着香港的社会及股票市场。1991年12月31日,当英国政府突然宣布卫奕信将会在1992年中退休后离任时,坊间已有消息指英国政府将会调整其对华政策(张顺洪,1997)。其中甚至有分析指卫奕信在任期间倾向与中方妥协的政策,引来了保守党内人士的不满,希望新任港督会坚持英国政府的利益,与中方周旋(刘再明,1999;周建华,2003)。从这个角度来看,卫奕信的离任应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是中、英争拗的开始。

卫奕信离任消息传出3个月后的1992年4月24日,英国首相府宣布委任保守党前主席彭定康(C. Patten)为香港第28任港督,接替卫奕信,而彭氏在同年7月9日上任之时,正是中、英争拗渐多,而关系又陷入低谷的时期。从另一角度看,彭定康的走马上任,曾经给很多香港人带来耳目一新的感觉。由于彭定康一改过往港督高高在上的做法,选择直接面向群众,并在履新当日即亲自"落区"巡视环境,并大打开明温情的"食蛋挞、饮凉茶"的"亲民牌",令他迅即在市民心目中建立起一个良好的形象。

事实上,由于彭定康早有腹稿,履新前后除了礼节性的接触外,并没有刻意与中方官员沟通,至于上任后随即施展浑身解数讨好普罗市民举动的背后,则明显给人博取市民支持增加日后谈判筹码的感觉(Patten, 1998)。正因彭氏早已预见下一步的结果,他并不急于与中方建立关系,而双方初期仍能保持"君子风度"的景象,也随同年10月1日国庆酒会的过去而一去不返。

1992年10月7日,彭定康在立法局上发表上任以来首份施政报告,并在未和中方讨论的情况下,单方面提出重大的政制改革,而当中最具争议性的地方,则是有关1995年立法局选举的安排。按照彭定康的提议,1995年的立法局议席将会取消9个功能组别的委任议席及10个选举委员会的议席。为了填补这些议席,彭定康建议将香港的绝大多数工作人口划分为九大行业,使每个行业均可以一人一票的方式,选出各功能组别的代表。另外,彭氏又建议由直接选举产生的区议会组成选举委员会,并由他们选出原属选举委员会推举的10个议席。(《星岛日报》,1992年10月8日)

施政报告发表翌日,港澳办随即发表声明,指若政制改革建议不与《基本法》衔接,1997年后的特区政府将会别无选择地"另起炉灶、重新来过"。除此之外,新华社社长周南也公开表示,中方不会接纳彭定康的政改方案,显示中、英两国在1995年的选举安排上有很大的分歧(《星岛日报》,1992年10月9日)。由于中、英两国关系紧张,在新机场委员会的会议上,中方拒绝了动用土地基金注资新机场工程的建议,消息使投资者联想到中、英关系的急转直下,将会影响其他方面的合作,而恒生指数也在投资者预期前景不乐观的情况下掉头向下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

10 月 20 日，彭定康访问北京，并先后会见了鲁平及钱其琛等高层官员，希望游说北京接受政改方案。不过，一如所料，中方坚拒接受。不但如此，港澳办主任鲁平更严厉地批评方案有“三违反”——即违反《中、英联合声明》、违反《基本法》及违反中、英两国过往的外交协议和谅解备忘录，要求彭氏撤回(《星岛日报》，1992 年 10 月 23 日)。

对于中方的反对，有备而来又作风强硬的彭定康，或者一点也不感到意外。事实上，为了维护自身的利益，英方坚持方案也属无可厚非的事。针对中方所说的“三违反”，彭定康在某次记者招待会上高举《基本法》，反问中方官员他到底违反了哪一条？是哪一章及哪一节？言下之意，英方将会坚持政改立场和原则，不会退让(《星岛日报》，1992 年 11 月 25 日)。由于双方各自表述，沟通或谈判往往只会演变成指责，令夹缝中的香港人颇感无奈。

由于双方各不相让，北京政府在 11 月 14 日发表公开声明，表示绝对不会接受港英政府单方面提出的所谓政改方案，而当时的副总理朱镕基在英国会见英国首相马卓安(J. Major)时也清楚表明，政改方案有可能影响中、英两国的经济合作。同月月底，中、英联络小组中方首席代表郭丰民在会后指出，9 号货柜码头合约有违两国的联合声明，中、英两国的关系进一步恶化，引起社会人士很大的担忧(*South China Morning Post*, 26 November 1992)。

为了进一步回应英国政府在政改问题上的一意孤行，中国政府在 11 月 30 日下午通过新华社发表声明，明确表示港英政府所签订或批出的合同、契约和协议，有效期只能到 1997 年 6 月 30 日，中方绝对不会承认英方单方面签署而跨越九七的任何合约，消息使香港社会——尤其商界人士——大为紧张(《星岛日报》，1992 年 12 月 1 日)。另一方面，由于中方明白到彭定康及其主要领导班子只会跟中国政府“对着干”，并不再存有合作的希望，因而决定禁止司局级干部与港府官员接触，使中、英对抗的行动进一步升级。之后的 12 月 17 日，新华社更加发表评论文章，不点名但却言词尖刻地批评早前公开支持彭定康政改方案的怡和集团，指其为商界的“害群之马”，一直以不光彩手法谋取利益。在西方传媒看来，中方的做法显然想从另一层次打击彭定康(*South China Morning Post*, 18 December 1992)。

虽然中国政府一而再、再而三地向英国政府施压，希望英方回到原先的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

承诺和协议上来，但彭定康仍认为政改方案没有任何不对，并坚持在1993年将之“刊宪”（即展开正式的立法程序），然后提交立法局审议。在既愤怒又无奈的情况下，中方宣布取消原先的“直通车”（through-train）安排——即原港英时期在1995年选举产生的立法局议员，不可以顺利过渡成为第一届特区政府的立法会议员，取而代之的乃是“另起炉灶”——即成立“临时立法会”，以确保主权的顺利移交。正因如此，自1993年至1995年底，中、英双方仍一直争拗不绝、骂战连连。

回头看，在彭定康上任后的后过渡期内，由于中、英双方为着政改问题而斗个你死我活，因而也虚耗了大部分的精力和时间，以致很多民生、社会及经济等问题被忽略了，令不少香港人感到无奈和叹息。另一方面，由于两国关系恶劣，很多与回归及新机场计划有关的重大事务安排，也因意气之争而被窒碍或拖慢，使香港的社会及经济蒙受了巨大的损失，至于一向敏感的股票市场，更随着双方骂战的不断升级而起起落落，令不少投资者无所适从。

争拗未止与股市急升

在后过渡期，中国政府虽然在政治上与英方屡有争拗，但经济和社会方面则加强与香港的合作，至于鼓励国内企业到港投资的政策，也对香港的经济建设及金融发展，有着极为重要的影响。正因这种政、经政策上的差异，后过渡期的股票市场很多时便出现了“政治争拗不绝，股市急升暴跌”的现象。

踏入1993年，政制改革问题虽然仍深深地困扰着部分市民及投资者，但恒生指数却在外资涌入及中国概念股热潮等有利消息的推动下屡创新高，使很多股民如醉如痴、雀跃异常。年初，由于中、英两国就政改问题的争拗稍见平息，加上基金大户因“粉饰橱窗”而大举入市，恒生指数节节上升，并由1月4日的5 437.80点持续上升至1月27日的5 939.89点。后来，因中、英争拗再起，大市才显著回落。期间，虽有个别蓝筹股如汇丰银行等涌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

现不少买盘,但仍无法带动大市回升,该月月底,恒生指数以 5 751.40 点收市。

2 月中旬之前,恒生指数一直只在 5 700 点之间徘徊整固,表现仍不甚突出。之后,在中、英两国重开会谈的利好消息刺激下,指数迅速在 2 月 15 日反弹至 6 000 点的关口,并持续攀升至月底的 6 351.99 点高位。与上月比较,短短的 20 个交易日内,恒生指数足足升了一成多,表现相当不俗。

受中、英两国即将恢复会谈消息的刺激,3 月初的股市持续做好,并在 3 月 5 日升破了 6 500 点的关口(6 502.81 点),成交金额达 50 多亿元。之后,虽略有获利回吐,但交投气氛仍颇为炽热。到了 12 日,由于彭定康坚持落实政改方案,中国外交部随即发表声明,指英方的做法蓄意违反《中、英联合声明》、《基本法》及中、英两国早前已达成的协议和谅解备忘录。受到双方言论的影响,投资气氛迅速冷却,而指数也大幅回落至 15 日的 5 854.61 点。后来,有投资者趁低吸纳,指数才反复回升至该月月底的 6 388.86 点。

4 月初,在中、英两国重开新机场及政改谈判的消息刺激下,股市交投又渐见活跃。稍后,因双方在新机场的建筑工程合同上出现争拗,指数又再次回落。到了 4 月 13 日,中、英两国同时宣布即将举行有关政制改革的会议,消息使人联想到两国或者会有好消息,股市应声急升,并持续攀上月底的 6 830.51 点。到了 5 月份,港股走势更为凌厉。5 月初,恒指虽然颇为反复,但月中已迅即突破 7 000 点大关。之后,在短暂"回气"后又再展升浪,并在该月月底以 7 372.19 点的高位收市。

从恒生指数的转变上看,在短短的 5 个月内升幅已高达三成半。由于升势过急,进入 6 月份,市场已出现很大的获利回吐压力。部分先知先觉的机构投资者已乘着股市气氛仍然炽热之时出货图利,令指数从高位滑落,并由上月底的 7 372.19 点辗转下降至 6 月 7 日的 7 124.73 点。之后,受中资企业增加香港的业务及投资比重消息的刺激,指数又掉头回升,并在 7 300 点之间徘徊。6 月下旬,由于中、英关系未见改善而中国政府又宣布实施"宏观调控"(借以抑压过热经济),市场沽盘迅即涌现,而指数也从 6 月 16 日的 7 304.83 点反复滑落至 6 月 30 日的 7 099.28 点。

7 月初,受英国外相韩达德(D. Hurd)快将赴华访问消息的刺激,交投颇为活跃,而指数也升上了 7 200 点的水平。之后,因韩达德访华行程未能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

取得预期效果而令部分较为悲观的投资者"沽货离场",指数也逐步由7月9日的7 017.61点辗转下滑至7月23日的6 750.33点。月底,市场曾经一度出现技术性反弹,并在7月30日以6 988.96点收市。

承接7月底的技术性反弹,8月初的恒生指数在楼市气氛炽热及外资涌入的刺激下迅速重越7 000点的大关,并持续攀升至8月19日的7 605.26点。之后,由于有投资者趁高位出货,指数又逐步回落至8月25日的7 265.58点。月底,市场仍涌现大批买盘,并将指数推高至8月31日的7 549.73点水平。

9月份,恒生指数大略在7 500点间上下徘徊。月初,买卖气氛仍然炽热,指数也维持在7 500点之上。9月13日后,受中、英关系陷于胶着状态的影响,投资者看淡居多,而指数又反复下滑至9月20日的7 390.60点。之后,传出北京将成为2000年奥运会的热门举办单位,指数掉头回升,当中又以红筹、国企及部分中国概念股表现较为突出。到了9月24日,北京以些微票数败于澳洲悉尼,无缘举办2000年的奥运。受到这个负面消息的拖累,指数曾一度下跌逾百点。不过,由于美资大行的摩根斯坦利(Morgan Stanley)大幅提升投资港股的比重,其他投资者也跟风入市,指数才迅速回升,并在短短的两个星期内突破8 000点的大关。其间虽有获利盘涌现,但恒数仍是只升不跌,并在月底以该月的最高点(7 676.22点)收市。

10月6日,彭定康发表在任期间的第二份施政报告,重申政改方案的立场,而中方则发表声明,重申自己坚决反对的理由。双方各说各话、互不理睬的态度,十分明显。尽管中、英双方关系陷于底谷,股票市场则在中、外资金不断涌入的带动下再创高峰。10月份第一个交易日(10月4日),买卖已异常炽热,并随即在10月6日突破8 000点的高位。之后,升势未歇,在7个交易日后突破了9 000点水平(即10月18日的9 031.13点)。与9月20日低位的7 390.60点比较,在不足1个月内,指数升了1 640.53点,升幅高达22.2%。由于短期内升势过剧,很多投资者纷纷获利回吐,令指数在10月19日逐步回落至10月25日的8 767.50点。经过短暂的消化和整固后,10月26日起,股市又重展升浪,并在10月29日急升300多点,以该月的最高位(9 329.09点)收市,令不少投资者大喜过望。

承接10月底的升势,11月1日,恒生指数单日再升接近300点,令市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

再次感到意外。之后，由于中、英两国官员就政局问题互相对骂，投资信心大受影响，而股市也急转直下，并在11月3日至5日的短短3天内跌去了646点，跌破9 000点的心理大关。由于跌势过急，11月8日起，指数迅即反弹，并在大批资金涌入的带动下重上9 600点高位。到了11月15日，指数再下一成，升上了9 733.34点。11月下旬，由于市场再没利好消息刺激，加上过往升势过剧，市场逐步在消化和整固中慢慢回落。结果，到了11月底，指数以9 125.21点收市。

12月初，市场气氛虽然变得较为缓和，但仍属整固格局。12月6日，股市再度急升，并在12月10日突破10 000点的历史性心理关口，轰动社会。由于彭定康不顾中方反对，坚持将部分政改草案正式刊登于《政府宪报》(*Government Gazette*)之上，中、英两国关系进一步恶化。12月15日，中国外交部严正地表示，彭定康所作所为，导致双方谈判破裂，九七年的“直通车”方案将无法达成，而中方将无可避免地会“另起炉灶”。受到消息影响，指数也由12月13日的10 248.59点反复下跌至12月15日的9 945.26点。

事实上，到了后期，投资者对中、英两国之间的争执已变得麻木，也见怪不怪了。因此，尽管两国关系冷冷冰冰，但股票市场则是热热闹闹。12月16日，在交投转烈的刺激下，指数掉头回升，并由9 945.26点反复升上了12月20日的10 814.78点及年底的11 888.39点。与1992年比较，恒生指数足足上升了115.7%，至于全年总成交量则为12 226.8亿元，较1992年上升了74.5%(The Stock Exchange of Hong Kong Limited, 1994)。无论从哪一角度看，1993年股票市场的表现，均是十分突出，也令绝大多数投资者获利不菲。

该年，共有63家公司新上市，当中更不包括以介绍及配股形式上市的公司。这些公司分别为：迪生建筑(Dickson Construction International)、国基控股(Prod-Art Technology Holdings)、东宁集国(Leading Spirit Holdings)、权智国际(Group Sense International)、美联空运集团(AWT World Transport Holdings)、耐力国际(Nority International Group)、俊和集团(Chun Wo Holdings)、德兴集团(Tack Hsin Holdings)、宜进利(Peace Holdings)、骏威投资(Denway Investment)、高声企业(Kosonic International Holdings)、星光集团(Starlite Holdings)、龙记集团(Lung Kee

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Holdings)、能丰国际(Linkful International Holdings)、港佳控股(K. P. I. Limited)、荣山国际(Wing Shan International)、世界集团(World Houseware Holdings)、新洲印刷集团(New Island Printing Holdings)、运亮国际(Wanon International Holdings)、启祥集团(Dransfield Holdings)、金力企业国际(Golden Power International)、香格里拉(Shangri-La Asia)、联洲国际(Egana International)、Manhattan Card Limited、永亨银行(Wing Hang Bank)、安权控股(Fortei Holdings)、胜狮货柜企业(Singamas Container Holdings)、莱利集团(Rhine Holdings)、南华证券(South China Brokerage)、华建控股(CIL Holdings)、科力国际(Ultronics International)、四通电子技术(Stone Electronic Technology)、四洲集团(Four Sea Mercantile)、亿都国际(Yeebo International)、永顺中国货运集团(Vincent Intertrans Holdings)、友联建筑材料(Companion Building Material)、保华德祥建筑(Paul Y. ITC Construction)、大华国际(Dah Hwa International)、泰兴光学集团(Moulin International Holdings)、建滔化工(Kingboard Chemical Holdings)、东方表行(Oriental Watch Holdings)、合一集团(Recor Holdings)、Dharmala Holdings、均来集团(Gold-Face Holdings)、建美国际(Mei Ah International)、八佰伴国际(Yaohan International)、兆峰陶瓷(Siu-Fung Ceramics)、马鞍山钢铁、港基国际银行(International Bank of Asia)、渝港国际(Yugang International)、安佳集团(Ankor Group)、亚洲电力发展(Consolidated Electric Power Asia)、思捷亚洲(Esprit Asia Holdings)、道亨银行(Dao Heng Bank)、百利保发展(Paliburg Development)、华凌集团(Hualing Holdings)、港台集团(KTP Holdings)、亨亚(SHK Convertibles)、昆明机床、青岛啤酒、上海石油化工、北人印刷机械及广州广船国际(The Stock Exchange of Hong Kong Limited, 1994)。

股市回落与中资涌现

承接1993年底的升势,1994年1月初,股市交投仍十分活跃,至于指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

也在 1 月 4 日升上了 12 201.09 点的历史高位。由于市场已累积了大量获利盘,在缺乏利好消息刺激下,指数由 1 月 5 日起迅速滑落至 1 月 13 日的 10 176.51 点。之后,在部分投资者趁低吸纳下略为回升,但上升幅度不大。月底,恒生指数以 11 487.02 点收市。和 1 月份相似,2 月份的股市仍处于“牛皮偏软”的格局。2 月上旬,由于在农历新年长假期前后,交投相当淡静,指数也只在 11 000 点关口徘徊。2 月下旬,指数虽曾跌穿 11 000 点,但起伏轻微。月底,恒生指数以 10 410.23 点收市。

3 月份及 4 月份,市场继续整固和消化。3 月 1 日,指数仍站在 10 000 点,翌日即跌穿这个水平。初期,当 10 000 点水平一穿,便有买盘吸纳,后来则无以为继。到了 3 月 23 日,受怡和集团终止香港第二上市地位消息的拖累,指数更反复滑落至 3 月底的 9 029.91 点。4 月初,虽然有些技术性反弹,并在 4 月 13 日升上 9 753.76 点,但不久又辗转回落至月底的 8 966.07 点。与年初的 12 201.09 点比较,恒生指数在 4 个月内已跌去了 26.5%了。

5 月初,股市仍受怡和集团淡出香港的拖累而继续滑落至 5 月 4 日的 8 369.44 点。之后,市场再次出现技术性反弹,并回升至 5 月 16 日的 9 253.41 点。受中、英两国恢复事务性会议的刺激,交投明显转活,指数也逐步回升至 5 月 20 日的 9 631.63 点。由于两国能够加强对话,买盘颇为活跃。月底,恒生指数仍能维持在 9 553.56 点的水平。6 月份,由于缺乏利好消息,加上政府宣布推出新措施打击过分炽热的楼市,恒生指数便由月头的 9 512.07 点不断下滑至月中的 9 149.52 点及月底的 8 758.41 点,使很多投资者颇为紧张。7 月初,市场跌势未止,并反复回落至 7 月 11 日的 8 394.94 点。由于多月来已累积了颇大跌幅,7 月 15 日起出现技术性反弹,并由该日的 8 591.45 点辗转回升至月底的 9 482.81 点。

承接上月份的反弹浪潮,8 月初的交投仍然活跃,令指数一直站稳在 9 600 点的水平。之后,因部分投资者获利回吐,指数又由 8 月 4 日的 9 642.85 点反复回落至 8 月 23 日的 9 234.06 点。8 月底,因中国在加入世界贸易组织(World Trade Organization)问题上出现突破,市场买盘迅即增加,而指数更攀升至月底的 9 929.39 点。

9 月初,市场气氛仍然炽热,并在 10 月 6 日再度突破 10 000 点的心理关口。经过短期的急速回升后,市场在缺乏消息刺激下掉头回落,并由 9 月 9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

日的 10 145.02 点持续回落至 9 521.24 点。10 月初,买卖仍颇为呆滞,而指数也在 9 500 点之间拉扯。10 月 18 日之后,因传出外资看淡香港股市,指数回落至 10 月 25 日的 9 252.44 点。正当市场大吹淡风之际,月底因有个别机构投资者趁低吸纳而令指数一度回升至月底的 9 646.25 点。

11 月份及 12 月份的股市表现颇令投资者失望。11 月上旬,股市基本上仍维持着 10 月份的“牛皮”格局。不过,自 18 日起,又因外资大行看淡前景并大举沽货而令指数跌落月底的 8 466.26 点。12 月初,因“淡风继续吹”,指数进一步滑落至 12 月 12 日的 7 707.78 点,令不少投资者颇为担忧。之后,因技术性反弹而回升至 12 月 22 日的 8 412.66 点。年底,在沽压增加的情况,指数还再度回软,并在 12 月 30 日以 8 191.04 点收市。与 1993 年比较,指数跌去了 31.1%,至于全年总成交额则为 11 374.1 亿元,较 1993 年跌去了 37.0% (The Stock Exchange of Hong Kong Limited, 1994)。

该年,共有 50 家公司新上市,当中更不包括以介绍及配股形式上市的公司。这些公司分别为:安利控股(Arnhold Holdings)、明珠兴业(Pearl Oriental Holdings)、三商行国际(Theme International)、新科远东(Albatronics Far East)、快讯国际(Contrad International)、南兴集团(Nam Hing Holdings)、吉之岛香港(Jusco Stores Hong Kong)、香港联想控股(Legend Holdings)、鑫成金属(Simsen Metals)、实惠集团(Pricerite Group)、美力时集团(Matric Holdings)、万顺昌集团(Van Shung Chong Holdings)、荣荣国际(Win Win International)、乐家集团(Rockapetta Holdings)、豫发集团(Chaifa Holdings)、祥泰行集团(Cheung Tai Hong)、维他奶国际(Vitasoy International)、台和商事(Daiwa Associate)、毅兴行(Ngai Hing Hong)、时富集团(Cheeful Holdings)、品德集团(All Pantronic Holdings)、富成包装(Rich City Packaging)、锡威国际(H. B. International)、圆方陶瓷科技(Interform Ceramics Technologies)、来宝集团(Noble Group)、中国制药(China Pharmaceutical)、德胜集团(Sinocan Holdings)、洛阳玻璃(Luoyang Glass)、廖创兴银行(Liu Chong Hing Bank)、大鹏集团(Dah Bang Holdings)、庆铃汽车(Qingling Motors)、中港照相器材(China-Hongkong Photo Products)、信星鞋业(Kingmaker Footwear Holdings)、太平洋恩利国际(Pacific Andes International)、海德太

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

平洋(Ideal Pacific Holdings)、时捷集团(S. A. S. Dragon Holdings)、得信佳(Tricom Holdings)、永辉国际(Wing Fai International)、励致国际(Logic International)、上海海兴轮船(Shanghai Haixing Shipping)、嘉禾娱乐事业(Golden Harvest Entertainment)、镇海炼油化工(Zhenhai Refining & Chemical)、广南集团(Guangnan Holdings)、成都电缆(Chengdu Telecommunications Cable)、东方鑫源(Oriental Metals)、哈尔滨动力设备(Harbin Power Equipment)及佛罗伦集团(Florens Group)、仪征化纤、天津渤海化工及东方电机(The Stock Exchange of Hong Kong Limited, 1995)。

1994 年的股票市场虽然急速回落,但中资企业的活动则再次成为市场焦点。从历史的角度上看,中资企业参与香港股市买卖的活动由来已久,只因过往作风低调及管理封闭而较少被投资者留意罢了。据新华社香港分社经济部研究员李言赋的分析,开放改革后,由于内地各省、市、县、乡、镇等企业一窝蜂涌到香港上市,造成了业务重叠、资源浪费、管理松散和公众形象差劣等问题。有鉴于此,国务院在 1989 年至 1991 年间曾对驻港中资机构进行全盘的业务重组和整顿,借以提升香港中资企业的效率和质素(李言赋,1997)。

对中资企业的发展而言,1992 年是一个关键年头。就在这一年,邓小平南巡广东和深圳等重点开放城市,并以“积极发展、壮大实力”作方针,敦促并鼓励中资企业要把握机会,向外拓展。事实上,经过 1989 年至 1991 年这 3 年的整顿后,中资企业的管理和竞争力已有一定提升。当中央政府在 1992 年进一步表示会支持中资企业的发展时,这些企业的前进步伐也明显加快,而在港上市集资更成为他们其中一项重要的目标(李言赋,1997)。

1992 年前,虽有部分中资企业在港上市,但往往采用“买壳”形式(即通过买入一家已上市公司的控制性股权再进行重组或更换名称)。到了 90 年代初期,因“买壳”的成本愈来愈高,也有一定风险和复杂性(如隐藏性债务和纠纷等),很多企业已选择自行上市了。自第一只红筹股(海虹集团)及第一只国企股(青岛啤酒)自行在香港成功上市后,其他红筹、国企也争相仿效,使“中国概念股”的炒作,变得更加炽热。

由于中资企业在本港股票市场的地位愈来愈重要,而投资者的兴趣又愈来愈浓厚,恒生指数服务公司于 1994 年推出“恒生中国企业指数”,基点为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1 000 点，该日为 1994 年的 7 月 8 日。到了 1995 年，再推出“恒生香港中资企业指数”，希望能更准确地反映不同类别企业的整体表现。对于这个构思，“联交所”兼恒生银行前主席利国伟这样解释：

> 因为恒生 33 只指数是反映香港股份市场及香港的经济，而红筹约有 20 多只股票，他们本想纳入恒生指数内；但我说我们的恒指只可反映香港的市场表现，而不是反映中国的生意，例如上海石油化工，它的业绩好坏，只反映上海的经济情况，而不是香港的经济情况。而恒指的 33 只大部分都是在香港活动，香港公司或许有在中国做生意，但所占的生意额不多，或许公司有 100 亿元，而当中有 10 亿元是在中国投资的。但红筹是以中国作为基地，在香港的生意则不足百分之十。恒生指数是反映香港股票价格的升跌活动，而同时反映香港的经济发展。所以红筹在港上市筹钱，我们便制作了一个新的 Hang Seng China Enterprises Index（恒生中国企业指数）。（*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997）

由于中国经济急速成长，优质的中资企业自然吸引了很多投资者的垂青。但是，由于企业表现参差，加上运作和透明度受质疑，指数颇受消息影响，波动极大。举例说，由于恒生指数公司将指数的 1 000 点定于 7 月 8 日，在 7 月 8 日之前的 7 个多月内，按推算其实是大大高于 1 000 点水平的。从“联交所”的每日指数记录中，我们可以看到，在该年的 1 月 3 日，中国企业指数指为 1 947.43 点，之后便急速回落至 1 月底的 1 663.38 点、2 月底的 1 575.08 点、3 月底的 1 294.27 点、4 月底的 1 240.21 点、5 月底的 1 236.36 点及 6 月底的 1 012.26 点。到了 7 月 8 日，指数才跌至 1 000 点的水平。7 月 8 日之后，指数略为回升至 7 月底的 1 242.26 点、8 月底的 1 292.78 点、9 月底的 1 376.09 点及 10 月底的 1 388.98 点。到了 11 及 12 月，指数又反复回落至 1 172.00 点及 1 069.67 点（The Stock Exchange of Hong Kong Limited, 1994）。

到了 1995 年，指数跌势更大，年头仍能维持在 1 000 点水平，之后，因企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

业表现差强人意而国际投资机构又降低其评级，指数反复滑落至1995年11月16日的历史低点——684.85点，令很多对中国企业一往情深的投资者大为失望(The Stock Exchange of Hong Kong Limited, 1995)。从较为宏观的角度上看，虽然指数有上有落，但中资企业不断壮大，并迅速超越美、日等国的资本，成为仅次于英资的第二大外来资本及力量的事实，则明显不能否认。

对于中资企业在香港各行各业的分布、所占比重及发展情况，一向对中国及香港事务有研究的冯道仁这样介绍：

> 根据1995年的统计，中资企业经营的贸易额，约占香港贸易总额的百分之二十二；中资银行吸收的存款，约占香港银行存款总额的百分之二十四；中资保险公司的保费收入，约占香港保费总收入的百分之二十一；中资企业经营的内地旅游服务，约占香港货运总量的百分之二十五；中资企业经营的内地旅游服务，约占香港往内地旅游服务的百分之五十；中资企业承建的各类建筑工程，约占建筑工程总量的百分之十二；1994年底，中资企业控股的63家上市公司，约占香港股市总值的百分之四点五；此外，中资企业还对香港的电讯、道路、隧道、航空、货柜码头等公用事业或设施进行参与和投资。据截止1994年底的统计，在港中资企业的总资产已达425亿美元，成为香港经济的一个重要部分。(冯道仁，1997：70)

从历史发展的角度来看，中资企业能够迅速在八九十年代壮大，与中国的开放改革和香港的回归两件重大历史事件有着密不可分的关系。正如本章第一节中提到，在计划经济主导下，中资企业一向依赖国家扶持，才能勉强撑持下去。改革开放后，如何摆脱这种扶持格局，让中资企业发挥本身优势，并为国家的经济发展作出贡献，便变成中央领导人重点研究的重点和方向。经过七八十年代整固及发展的香港股票市场，已步入成熟阶段，并正积极筹划一些可供发展和开拓的市场空间，而吸引高质素的中资企业来港上市更被列为重点工作。正因为双方“情投意合”，中资企业在港的发展，便有了重大的突破。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

另一方面，九七回归的契机也加速了中资企业在港的发展。在中、英谈判前期，中国政府已意识到经济繁荣是香港社会稳定的基石。但是，要确保香港的经济繁荣，除了要保持自由市场不变外，更要稳定投资者的信心，提防重要企业撤退所带来的冲击。在中、英两国谈判及过渡期间，以怡和为首的英资财团及小部分华资企业便因信心不足而减少在港的投资，并以“国际化”的幌子将企业迁册，引起了社会及股票市场的巨大震荡。事实上，每当社会出现震荡而股市大跌时，兼负稳定香港经济责任的中资企业，便别无选择地入市吸纳，借以减少市场的波动和冲击。就在这种你退我进、一出一入的竞争过程中，中资企业填补了某些市场的空间，并随着股市及商业在九十年代的腾飞而崛起为香港经济其中一股重要的力量。

怡和除牌与迁册潮退

从中、英两国就香港主权问题进行谈判到进入过渡期，作为英资龙头的怡和集团，举止最引人注目。由公布迁册、争取上市特权、改变香港第一上市地位到最后终止在香港股票市场的挂牌，怡和集团的最后挣扎和黯然而退，与大英帝国想方设法维持其政经利益但却无功而还相映成趣（Cottrell，1993）。正因为怡和集团凝聚了英国人的利益，它的举动和进退，自然反映了英国政府的立场和心态，而这正是值得我们深入一点看看怡和集团撤出香港的原因所在。

正如第十六章中提到，当中、英两国谈判仍处胶着状态而《中、英联合声明》又没签署之前，作为一个主要业务集中于香港的英资龙头公司，怡和集团率先宣布将集团迁册百慕大，以行动向中国政府施压，并表明该集团对中国政府没有信心。这种高姿态的举止，不但引起市场极大的震撼，开展了后来企业纷纷迁册的浪潮，也令中方十分不满（冯邦彦，2002）。

事实上，自80年代中叶起，怡和集团已开始部署淡出香港。除了将控股公司的注册地迁往百慕大外，集团又以“加速企业国际化”作幌子，暗地里将资产向海外转移，借以降低香港的投资比重。虽然该集团（及其他已迁册的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司)已将香港的企业变成了"海外附属",但主要业务仍在香港。按交易所及证监会的规定,这些企业仍然必须接受这两个机构的监管。

然而,一向自恃实力庞大的怡和集团则以企业已迁册为由,要求交易所及证监会给予"上市豁免"(exemption listing),令该集团可以免受某些"非法定规则"(non-statutory rules)如《上市规则》及《收购合并守则》的约束和规范(*South China Morning Post*, 21 March 1991)。对于这种不合理的要求,交易所和证监会均不表同意,并认为个别公司实在不应有特权。为此,怡和集团的法律顾问更以"股东权益超过 40 亿元或已公布的税后盈利超过 4 亿元"作标准,指出当局应该给予豁免。按照这一逻辑,有钱人或交税多的人便可以在社会上享有特权了。对于这种近乎歪理的论点,监管当局除了直接拒绝外,还公开撰文批驳,认为要求极不合理(冯邦彦,2002)。

由于要求遭到拒绝,该集团在 1992 年 9 月 7 日将第一上市地位移往伦敦,而香港则降作第二上市地位。另一方面,集团仍继续以不同手法向港府施压,希望取得特别豁免权。经过深入研究后,监管当局再次否决了怡和集团的要求,并清楚地指出为了维持法律的平等及保障公众投资者的利益,所有在香港上市的公司,均必须遵守香港的法例暨一切非法定性的市场规则(*South China Morning Post*, 18 March 1994)。

正因为没有争取到特权,怡和集团在 1994 年 3 月 23 日宣布自该年的 12 月 31 日起,终止该集团在香港的第二上市地位,至于该集团在伦敦及其他 3 个交易所的上市地位,则不受影响(*South China Morning Post*, 24 March 1994)。由于母公司宣布撤出香港,其他附属公司包括牛奶国际、置地公司、文华东方及仁孚等,随即也宣布从 1995 年 1 月 1 日起,结束在香港股票市场上市买卖,为集团在香港股票市场的呼风唤雨和叱咤驰骋画上了句号。

从怡和集团黯然引退的事件,令我们再次想到企业迁册的问题。自该集团宣布迁册后,很多企业相继跟随,并在 1989 年至 1991 年间形成了一个巨大浪潮。到了后过渡期,这个浪潮终于日渐平复下来。由于中国经济的进一步开放和成长,很多外资公司已迫不及待地希望进入中国大陆,开拓这个庞大而尚未开发的市场,而作为融会东西中介地位的香港,经济及股票市场则表现得异常突出和卓越。正因为香港社会稳定、经济繁荣,人才外流及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

企业迁册的问题也戛然而止。就以企业迁册为例,到了 1992 年,仍有 16 家企业(当中绝大部分为华资)决定迁册。到了 1993 年,数目大幅滑落至 4 家。1995 年、1996 年及 1997 年分别有 3 家、4 家及 4 家,而 1994 年更只有 0 迁册的记录,显示企业迁册问题已经变成了“明日黄花”(表 19.1)。

对于商人而言,做生意的最大动力,是扩展和赚钱,而作为世界经济“火车头”的中国大陆,恰恰正是“发财挖金、大展拳脚”的好地方。正当很多跨国企业急欲向中国进军之际,“反其道而行”的企业(迁册),除了数目日渐减少,迁册后的表现也不见得特别突出。事实上,由于中国大陆及香港的经济欣欣向荣,那些原先已移民或迁册他国的香港人或企业,很快便“回流”香港,甚至踏足内地,再次投入“发财挖金”的行列。

表 19.1 1992 年～1994 年决定从香港迁册别处的公司及相关资料摘要

企业名称	迁册地点	生效日期	主要资本	主要负责人
泛海国际	百慕大	1992 年 1 月 22 日	华资	冯兆滔
中国印染	开曼群岛	1992 年 1 月 22 日	华资	查济民
迪生创建	百慕大	1992 年 2 月 18 日	华资	潘迪生
协兴针织	百慕大	1992 年 3 月 17 日	华资	吴松
周生生集团	百慕大	1992 年 4 月 28 日	华资	周君廉
中华造船	百慕大	1992 年 4 月 14 日	华资	王华生
亚细安资源	百慕大	1992 年 5 月 12 日	华资	曾文豪
善美环球	百慕大	1992 年 6 月 30 日	华资	丁谓
宝成置业	百慕大	1992 年 7 月 7 日	华资	不详
德利投资	开曼群岛	1992 年 8 月 11 日	华资	陈普芬
华盛国际	开曼群岛	1992 年 8 月 11 日	华资	吴鸿生
谢瑞麟	百慕大	1992 年 9 月 2 日	华资	谢瑞麟
兴利科技工业	百慕大	1992 年 10 月 20 日	英资	G. Bloch
东方红药业	开曼群岛	1992 年 10 月 21 日	华资	陈学良
明仁企业投资	百慕大	1992 年 11 月 24 日	华资	Sze Ka Suen
Axiom Forest Resources	百慕大	1992 年 12 月 15 日	华资	胡法光

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续 表）

企 业 名 称	迁册地点	生 效 日 期	主要资本	主要负责人
新系机构	百慕大	1993 年 5 月 25 日	华 资	黄志辉
玉郎国际集团	百慕大	1993 年 6 月 16 日	华 资	邓立人
公和祥	开曼群岛	1993 年 6 月 22 日	华 资	孔迈凯
中国兴业	百慕大	1993 年 9 月 14 日	华 资	梁绍辉
宝光实业国际	百慕大	1995 年 2 月 21 日	华 资	黄子明
佐丹奴国际	百慕大	1995 年 5 月 29 日	华 资	黎子英
港澳控股国际	百慕大	1995 年 10 月 19 日	华 资	胡晋光
大富地产	百慕大	1996 年 4 月 30 日	华 资	李宗强
汇汉实业	百慕大	1996 年 9 月 17 日	华 资	冯兆滔
荣丰投资	百慕大	1996 年 10 月 15 日	华 资	钟斌铨
景耀国际	百慕大	1996 年 11 月 26 日	华 资	林健岳
嘉域集团	百慕大	1997 年 7 月 15 日	华 资	何鸿燊
南北行集团	百慕大	1997 年 9 月 30 日	华 资	岑玉标
南华策略	开曼群岛	1997 年 10 月 14 日	华 资	吴鸿生
九龙巴士	百慕大	1997 年 11 月 18 日	华 资	胡百全

资料来源：《香港股票资料手册》，1993～1995；The Stock Exchange of Hong Kong Limited，1993－1998

结　语

1992 年至 1994 年的股票市场仍然可以用“波涛汹涌、大起大落”来形容。当投资者庆幸可以摆脱外围因素的冲击时，刚上任的彭定康政府则突然提出政改方案，并引起了中、英两国连番不断的激烈外交争拗，令香港股市再度陷入波谲云诡、巨浪涛涛的格局，而投资者更是胆战心惊，无所适从。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

除了因中、英两国争拗引起的股海巨浪令人议论纷纷外，中资及国有企业大举涌入香港股票市场，并掀起一股“寻金热潮”的情况，也曾令投资者津津乐道。事实上，经过首10年的开放改革，中国的经济和企业已初具规模，并急需资金来配合下一步的发展，而时刻希望引入不同企业借以提升香港股票市场质素的联合交易所，恰恰肩负起这个桥梁的角色，既为中资企业开拓了重要的集资途径，也令香港股票市场的发展更上一层楼。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二十章

九七回归与股市起落

当树立在北京天安门广场东侧的“香港回归祖国倒数计时牌”上所显示的时间愈来愈近时，不同人的内心自然会有不同的感受。对于中国政府而言，彭定康政改方案既“米已成炊”，再纠缠下去只会浪费时间，反而加紧筹组临时立法会，确保顺利回归更加重要。对于英国政府而言，由于时日无多，加上可以发挥的空间有限，静心等待撤离总比再搞小动作实际。对于大部分香港人而言，“一国两制、港人治港”虽然仍是一个疑窦，但扎根香港，见证历史又属唯一的选择。就在这样一个外弛内张的气氛下，香港进入了过渡期的最后 3 年。

由于中、英两国一同放下争拗，并刻意营造后过渡期的祥和气氛，社会变得较为稳定，经济也变得较为繁荣，至于作为“安定繁荣”其中一项重大指标的股票市场，也在资金大举涌入的推动下显得分外活跃和热闹，令恒生指数节节上升、屡创新高。以下不妨让我们先从 1995 年股票市场的发展情况，谈谈这段时期的重大转变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

争拗渐息与恒指回升

进入 1995 年，当彭定康的政改方案已成定局而“直通车”方案又成绝唱之后，中、英双方明白到继续争拗已无益处，因而将精力集中在实质事务的讨论上，希望为快将来临的回归做好准备。事实上，经历过 1993 年及 1994 年的政制争议和震荡后，社会大众和投资者均希望两国可以放下歧见，早日就众多实质性问题作出妥善安排，以免影响回归的进程。也即是说，自 1995 年至 1997 年 6 月 30 日前，香港股票市场的发展基本上已摆脱了政制争拗的窠臼。

承接 1994 年底的跌势，1995 年初的股市仍颇为疲弱。举例说，1 月份的首个交易日，恒生指数迅即跌穿 8 000 点的心理关口，并急速地下滑至 1 月 13 日的 7 252.34 点。之后，虽有一些技术性反弹，但旋即掉头向下，并在 1 月 23 日跌穿 7 000 点关口。在短短的 15 个交易日内，指数急挫一成半(14.9%)。由于累积一定跌幅，恒生指数才在部分投资者趁低吸纳的带动下，在月底略为反弹至 7 342.65 点。

2 月的第二个交易日，因中、美知识产权谈判重开，投资者预期两国间的贸易僵局有机会打破，令指数单日急升 418.88 点，直逼 8 000 点关口。不久，由于中、英关系日渐缓和下来，加上联合联络小组达成协议，将建造及经营 3 号干线郊野公园路段的建筑工程合约，批给以新鸿基地产为首的财团，令股市气氛变得更加正面。结果，在买盘日增的推动下，指数逐步回升至 2 月 28 日的 8 327.52 点。

经过一轮较为急速的升浪后，股市在 3 月初进入整固格局，并在 8 000 点的关口来来回回。3 月下旬，因政府及评级机构均预测来年香港的经济仍会持续增长，市场买盘逐渐增多，而指数更一度由 3 月 14 日的 8 094.58 点迅速攀升至 3 月 28 日的 8 827.93 点。月底，指数虽略为回落，但仍以 8 587.72 点收市。

4 月份的股市颇为淡静，交投也不甚活跃。月初，指数一直只在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

8 400点之间拉扯。复活节长假期前，指数虽曾上升至4月13日的8 661.99点，但成交量则未见配合。假期过后，由于交投量进一步减少，指数也辗转回落至月底的8 361.03点。5月初，市场气氛仍然呆呆滞滞，并再回落至5月2日的8 212.11点。之后，因有投资者趁低吸纳，加上中、英两国再就多项实质性安排如新机场问题、批地问题及终审法院问题均有正面进展，指数才在交投量急增的刺激下重拾升轨，并反复升上了5月12日的9 217.83点。之后，再因获利盘涌现而略为回落。月底，受中、英土地委员会通过来年批地的正面消息刺激，指数升上了5月31日的9 407.38点。

6月初，因交投仍然活跃，指数也站稳在9 400点的水平。之后，则因缺乏利好消息刺激而反复滑落至6月13日的9 103.17点。月中，虽有个别机构投资者入市，但指数只能在9 200点之间上落，变化不大。月底，恒生指数报收9 206.54点。7月1日，指数跌穿9 200点。之后才因部分投资者趁低吸纳而回升至7月10日的9 727.54点。同月下旬，市况转趋淡静，并在交投萎缩的影响下回落至7月31日的9 453.42点。8月份，因缺乏有利消息刺激，加上大部分机构投资者已离港度假，股市交投明显回落，而指数则由月初的9 385.27点反复滑落至8月18日的8 895.82点。俟后，再因技术性反弹而回升至月底的9 179.86点。

9月1日起，“联交所”宣布将交易时间由下午3时45分延长10分钟至3时55分，使股市的收市时间更接近期货市场的收市时间。虽然交易时间略为延长，但市场气氛则没有多大转变。月初，市况仍延续上月份的偏软格局，乏善足陈。9月12日开始，在基金入市的带动下指数辗转回升至9月15日的9 797.40点。9月17日，按彭定康政改方案推出的立法局选举顺利完成，民主派赢得了压倒性的胜利，但中方则一再澄清，指立法局的地位和角色，将会随着英国管治而结束。受消息的间接影响，指数反复回落至9月25日的9 497.88点。该日下午，因政府宣布长江实业、和记黄埔及中信泰富等组成的财团以43亿元投得青衣站上盖物业发展权，市场的投资态度也变得较为乐观。结果，在买盘大增的带动下，指数逐步回升至月底的9 646.34点。

10月初，因外交部长钱其琛访英，并与英国外相聂伟敬(M. Rifkind)就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

香港问题达成四项共识，市场反应颇为正面，而指数也由 10 月 1 日的 9 724.98 点攀升至 10 月 16 日的 10 009.28 点。之后，在获利盘涌现的带动下，指数才回落至月底的 9 782.39 点。11 月初，市场交投仍算活跃。不过，自 11 月 7 日过后，指数因交投放缓而逐步回落至 11 月 17 日的 9 287.90 点。11 月 29 日，因中、英联合联络小组就新机场问题达成四点实质性协议，加上内地与香港官员在港举行非正式会议，投资者颇受鼓励，并在买盘增多的带动下，令指数逐步回升至 11 月 30 日的 9 813.34 点。

承接 11 月下旬的反弹势头，加上新机场问题有了突破，而中、英关系又有显著改善，12 月份的股市气氛一直颇为炽热。月初，指数虽迅即升上 9 900 点的关口，但却未能挑战 10 000 点的水平。圣诞长假期前夕，交投略为萎缩，但假期一过，指数便在外资推波助澜的刺激下冲上 10 000 点的心理关口。结果，在该年年底，恒生指数以 10 073.39 点收市，较上一年上升了 23.0%，而全年总成交额则为 8 268.0 亿元，较上一年上升 27.3%（The Stock Exchange of Hong Kong Limited，1996）。

该年，共有 24 家企业新上市，当中不包括以介绍形式上市的公司。它们分别为：永义国际（Easyknit International）、宏安集团（Wang On group）、良兴集团（Liang Shing Holdings）、Whimsy Entertainment、雅域集团（Artfield Group）、中联系统控股（Vanda Systems & Communications）、吉林化学工业（Jilin Chemical Industrial）、美联物业（Midland Realty Holdings）、东北输变电机械制造（Northeast Electrical Transmission & Transformation Machinery Manufacturing）、明日国际（Tomorrow International）、Aeon 信贷财务（Aeon Credit Services）、联发行国际（Luen Fat Hong International）、通达工业（Magician Industries）、侨弼控股（Gilbert Holdings）、岩井国际（Iwai's International）、五丰行（Ng Fung Hong）、新世界基建（New World Infrastructure）、永恩国际（Prime Success International）、先来国际（First Sign International）、太平洋合板控股（Pacific Plywood Holdings）、森信纸业（Samson Paper Holdings）、中保永兴国际（CIG-WH International）、中国大阳神集团（China Apollo International）及方正香港（Founder Hong Kong）（The Stock Exchange of Hong Kong Limited，1996）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

回归在即与股市炽热

随着回归步伐的日渐逼近，中、英两国共同营造良好气氛的意愿极为明显，而中、外资金大举流入股市的情况也显而易见。正因如此，踏入 1996 年的 1 月份，指数已在买盘如潮的推动下拾级而上。举例说，在 1 月份的首 3 个交易日，恒生指数合共便升了接近 480 点。之后，虽然出现轻微回吐至 1 月 10 日的 10 304.63 点，但 1 月 11 日起又持续攀升至 1 月 31 日的 11 359.70 点。1 个月内，指数上升了 12.8%，表现相当不俗。

有一点值得指出，自 1 月 25 日起，筹备经年的"自动对盘系统"(Automatic Matching System，简称 AMS) 正式投入服务。从此，股票买卖便可通过会员(经纪行或银行) 办公室的交易终端机(terminals) 与交易所的终端机进行所谓"无纸化"的"电子化买卖"，至于股票证书、交易大堂、高声叫价及"写板"报价等一类实物买卖时代的产物和象征，则已成为历史的见证。

2 月份的农历新年假期前，市场买盘仍然颇为活跃，令恒生指数一直维持在 13 000 点的水平之上。农历年长假期过后，在获利盘涌现的带动下，指数略为回落至 2 月 29 日的 11 135.68 点。3 月初，指数曾轻微升上 3 月 5 日的 11 454.08 点。之后，由于缺乏利好消息的刺激，市场便在交投萎缩的影响下反复滑落至 3 月 13 日的 10 249.48 点。不久，由于有部分机构投资者趁低吸纳，指数又反复回升至 3 月 25 日的 11 111.76 点。月底，指数略为偏软，并在 3 月 29 日以 10 957.20 点收市。

4 月份的股市颇为牛皮。月初，因市场预期新一年的财政预算会有好消息宣布，指数略为回升至 4 月 2 日的 11 144.64 点。之后，又因预期没有惊喜而轻微回落。到了 4 月中，虽然新鸿基地产及恒基兆业以 47.25 亿元的高价投得红磡湾填海地皮，股市不升反跌，并反复下滑至 4 月 26 日的 10 732.79 点，显示投资者对后市的看法较淡。月底，因中信泰富宣布增持国泰航空及港龙航空股份，加上新鸿基地产和恒基兆业再

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

伙同中银集团夺得机场铁路香港站物业的发展权，指数才略为回升至4月30日的10 964.53点。5月初，市况偏软，并由5月1日的10 926.84点反复回落至5月10日的10 597.73点。之后，在中资财团趁低吸纳的推动下，指数才辗转回升至5月29日的11 200.56点。月底，受中、英两国同意在新机场兴建第二条跑道消息的刺激，指数进一步上升至11 264.73点。

经过5月中的持续攀升后，6月初的股市曾经因获利盘涌现而轻微回落。由于市场没有特别利好或利淡的消息，指数一直只在11 000点之间整固拉扯。结果，到了6月底，恒生指数报收11 020.90点。由于距离回归只有1年时间，投资者的观望心态显得颇为强烈。7月首5个交易日，指数仍能维持在11 000点水平。之后，因部分没耐性的投资者沽货离场，指数也逐步回落至月底的10 681.42点。从交易量上看，6月及7月份的股票市场明显较为淡静。

踏入8月份，在中资买盘增多的带动下，股市明显转活，而恒生指数也由8月1日的10 789.87点逐步攀升至8月22日的11 478.77点。月底，由于部分投资者获利回吐，指数才回落至8月底的11 159.02点。9月初，指数仍在11 000点之间窄幅徘徊。到了9月中，因传闻中、英双方就争拗已久的9号货柜码头问题达成共识，并将在日内签署协议，市场交投增加，指数也逐步回升。同月27日，两国再就主权移交仪式达成协议，令投资者的信心增加。结果，恒生指数在月底时回升至11 902.43点。

承接着9月底的升势，10月份的股市终因中、外资金先后入市而变得活跃起来，并由10月1日的11 921.22点反复攀升至10月18日的12 510.05点。之后，由于有部分投资获利回吐，指数才逐步回落至10月29日的12 192.17点。月底，指数略为造好，并以12 477.56点收市。11月份，股市仍然炽热，并在机构投资者大手买入中资股而急速上扬。到了11月14日，指数更冲破13 000点的心理关口，报收13 004.80点。之后，因沽盘涌现而略为回落，但11月18日起又重越13 000点的关口，并势如破竹地攀升至月底的13 393.93点，使很多看淡港股的投资者颇感意外。

由于短期内升势过速，从12月初起，指数在获利盘的带动下反复回落。同月11日，香港特别行政区选举委员会在第三次会议上以大比数推举董建

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

华为香港特区的首任行政长官，掀开了香港历史的新一页。月中，恒生指数在基金看好港股前景的刺激下而再度回升，并在年底以全年高位的13 451.45点收市，较上一年上升了33.5%，至于全年总成交额则为14 122.4亿元，较上一年上升70.1%(The Stock Exchange of Hong Kong Limited, 1997)。

该年，共有44家企业新上市，当中不包括以介绍形式上市的公司。这些公司分别为：红发集团(RBI Holdings)、经纬纺织机械(Jingwei Textile Machinery)、顶益控股(Tingyi Holdings)、捷亚国际(Jet Air International)、恒基中国集团(Henderson China Holdings)、高雅国际(Elegance International)、AV Concept Holdings、南京熊猫电子(Nanjing Panda Electronics)、冠华国际(Victory City International)、广深铁路股份(Guangshen Railway)、瑞源国际(China Elegance International)、上海实业(Shanghai Industrial)、勤达印刷(Midas Printing)、亚洲卫星控股(Asia Satellite Telecommunications)、广安银行(Kwong On Bank)、路劲基建(Road King Infrastructure)、栢宝集团(Perfect Treasure)、长江基建(Cheung Kong Infrastructure)、广东科龙电器(Guangdong Kelon Electrical)、表准时国际(Stime Watch International)、嘉里国际(Kerry Properties)、大福集团(Tai Fook Group)、旭日企业(Glorious Sun Enterprises)、冠忠巴士(Kwoon Chung Bus)、华德丰集团(Wah Tak Fung Holdings)、创信集团(Pegasus Holdings)、恒利国际(Honko International)、数码通电讯(Smartone Telecommunications)、协和建设(Concord Land Development)、雅视光学集团(Arts Optical International)、华润北京置地(China Resources Beijing Land)、安徽皖通高速公路(Anhui Expressway)、辉影国际(Jackin International)、城巴集团(Citybus International)、庆丰金集团(RNA Holdings)、美丽宝国际(Mirabell International)、南方国际控股(Nam Fong International)、美盛周氏国际(Solartech International)、嘉利国际(Karrie International)、粤海制革(Guangdong Tannery)、亚太卫星(APT Satellite)、大福国际(Ta Fu International)、恒都集团(Perennial International)、山东新华制药(Shandong Xinhua Pharmaceutical)(The Stock Exchange of Hong Kong Limited, 1997)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

主权移交与金融风暴

1996年12月31日集在铜锣湾时代广场大钟前的香港市民,其除夕倒数迎新年的心情,或者与世界其他国家人民不大一样。对于大多数香港市民而言,1997年是一个兼具多重意义的年头。事实上,由分割到开埠,由崛起到腾飞,又由谈判到真正回归,历尽沧桑的香港,终于走到历史性的一年。就在这一年,殖民统治画上句号,港人治港正式展开。同样是这一年,经历多年高速增长的香港经济、楼市和股市,上半年表现仍十分突出,但下半年则在亚洲金融风暴的冲击下,迅速从高位回落,并陷入长期衰退不景气的境地。

如果说股票市场是经济发展的"温度计",回归前恒生指数的不断升温,多少说明市场的炒作,已经到了极为疯狂的地步了。因上年年底的升势过急,1月2日的恒生指数曾略为回落至13 203.44点。不久,在买盘增加的情况下,指数逐步回升至1月8日的13 454.93点。之后,因传闻邓小平健康转差,指数急速回落至1月10日的13 191.50点。由于传闻被否定,指数又辗转回升至1月20日的13 868.24点。因市场气氛变得审慎,加上部分投资者沽货离场,指数由1月20日的高位反复滑落至月底的13 321.79点。

2月初,受中信泰富在1月底宣布以162亿元分阶段购入中华电力两成股权消息的刺激,市场明显出现技术性反弹,并反复回升至2月10日的13 643.54点。到了2月13日,因传闻邓小平因病逝世,指数一度急挫222.66点。虽然消息再次被否认,但指数则反复偏软。2月19日,北京政府终于证实带领中国亿万人民走向开放改革并为港澳订立"一国两制"指导方针的邓小平因病去世。由于市场早有心理准备,消息并没有给股票市场带来巨大波动。因市场观望气氛浓厚,买卖并不活跃。结果,恒生指数在2月最后一个交易日以13 398.72点收市。

3月份,由于市场对邓小平逝世后的中国政局存有忧虑,沽货离场的压力颇大。在投资者普遍看淡后市的情况下,恒生指数也由3月3日的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

13 507.28 点逐步回落至 3 月 14 日的 12 736.53 点及 3 月 20 日的 12 472.33 点。之后，虽然略有一些技术性反弹，但力度不大。结果，到了该月月底，恒生指数只以 12 534.32 点收市，较上月下跌 6.5%。

4 月 1 日，受美国股市急挫的拖累，港股在大量期指抛空的带动下，单日下跌 460.13 点。之后，随着企业业绩较预期理想而外围股市又反复回升而从 4 月 3 日的低位（12 055.17 点）迅速回升至 4 月 11 日的 12 516.60 点。经过一轮急升后，市场略作整固，并在基金买盘增多的刺激下逐步由 4 月 22 日的 12 580.85 点逐步攀升至月底的 12 903.30 点。

承接 4 月下旬的升势，恒生指数在 5 月 1 日已突破 13 000 点的水平。之后，升势未歇，并在北京控股快将上市消息的刺激下持续攀升至 5 月 14 日的 14 153.58 点。经过接近 1 个月的无休止攀升，很多市场分析员已指出股市快将调整。然而，股市不但没有出现所谓调整，反而在资金持续流入的支持下继续攀升。结果，恒生指数在 5 月底升上了 14 757.81 点的历史高位。

6 月首个交易日，指数仍保持强势，并升上了 14 990.90 点的高位，距 15 000 点的关口只有不够 10 点。之后，在获利盘大举涌现的推动下，指数才急速回落至 6 月 6 日的 14 655.13 点。该日，香港电讯宣布，其母公司大东电报局以每股 14.25 元出让 5.5%香港电讯权益予中国电讯，总值 11.85 亿元。虽然有此利好消息刺激，指数仍只跌不升，并进一步下降至 6 月 12 日的 13 924.34 点。因为短期内跌势过急，6 月 13 日出现技术性反弹，并在“中资入股恒生银行”传闻的带动下，在 6 月 20 日将指数推上 15 000 点的心理关口。由于殖民统治快将结束而特区政府又快将成立，市场在强大资金伺机入市造势的刺激下，在 6 月底以 15 196.79 点的历史高位收市。

对于绝大部分香港人而言，1997 年 6 月 30 日及 7 月 1 日均属十分难忘的日子。6 月 30 日下午 4 时 15 分，末代港督彭定康首先在港督府举行告别仪式。之后，再偕同家人前往添马舰基地，并在 6 时 15 分举行另一场“大英帝国告别香港”的仪式。由于仪式在纷纷细雨中进行，一众参加者都表现得离别依依、恋恋不舍。晚上 8 时 55 分，港府在会议展览中心新翼宴会厅内举行告别晚宴，招待 4 000 多名中外嘉宾。席上，英国外相郭伟邦（R. Cook）代表英国向与会者祝酒，祝愿香港有美好的将来。

晚宴完毕后的 11 时 45 分，中、英两国旋即举行香港政权移交仪式，并在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

英国皇储查尔斯(Prince Charles) 致词后，降下英国国旗及香港旗。踏入凌晨零时，中国国旗及香港特别行政区区旗升起，然后由中国国家主席江泽民致词。零时 15 分，英国皇储、首相、外相及港督一行人等前往添马舰基地，并在零时 47 分乘坐“不列颠尼亚”(The Britannia) 号离港返英，正式结束大英帝国对香港一个半世纪的殖民统治。

凌晨 1 时 30 分，中华人民共和国政府举行香港特别行政区成立暨特区政府宣誓就职仪式，标志着以董建华为首的特区领导班子正式投入服务。到了清晨 3 时整，香港特区政府发出首份《政府宪报》，委任行政会议——特区政府的最高决策机关——的正副秘书及各级法院的常设法官。清晨 6 时，解放军驻港部队从海、陆、空三方面全面开进香港，接收原英军的 14 个军营和基地，体现邓小平生前提出的要在中国领土内驻军的原则和精神。傍晚 6 时 30 分，香港各界庆祝回归委员会在香港体育馆举行大型文艺晚会，为香港的顺利回归敲锣打鼓，营造气氛。

就在香港回归后的翌日，泰铢(Baht) 遭到狙击，并诱发一场前所未见的“亚洲金融风暴”。不过，千里之外的香港，这时仍沉醉在一片“马照跑、舞照跳、股照炒”的热闹气氛当中，丝毫没有想到事件会牵动香港经济的命脉。事实上，回归后的首个交易日，指数虽在部分投资者趁“好市”出货的带动下逐步滑落至 7 月 9 日的 14 703.73 点，但不久又在楼市炽热及外资再度涌现刺激下重上 15 000 点水平，并在月底迅速突破 16 000 点的关口，收报 16 365.71 点，令很多追波逐浪的股民如痴如醉。

踏入 8 月份，在买卖气氛炽热的带动下，指数更在 8 月 7 日攀上了 16 673.27 点的历史高位。从 4 月 3 日的 12 055.17 点至 8 月 7 日的 16 673.27 点，指数在 4 个月内升了 4 618.10 点，累积升幅达 38.3%。8 月 8 日起，在机构投资者获利套现的牵扯下，指数逐渐由高位回落。8 月 19 日，因传闻投资机构看淡亚洲市场而沽货离场，指数急挫 619.62 点。之后，虽略有反弹，但幅度不大。到了 8 月 28 日，市场再度出现恐慌性抛售，令指数大跌 657.85 点。由于跌势触动了机构投资者的程式沽盘，翌日开市时，指数再度急跌 740.85 点。结果，在该月月底，指数以 14 135.25 点收市。与 8 月 7 日高峰期的 16 673.27 点相比，合共跌去了 2 538.02 点，跌幅达 15.2%。

承接 8 月底的急跌，9 月 1 日一开市，指数再次在投资者疯狂抛售下大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

跌709.60点，令很多股民损失惨重、叫苦连天。由于短时间内跌势过急，市场在9月2日后曾经一度出现技术性反弹，并回升至9月9日的14 996.66点。因指数没法重上15 000点水平，从9月10日起，沽盘又再涌现，并将指数推低至9月23日的14 094.38点。9月24日，市场又再出现技术反弹，并反复回升至月底的15 049.30点。

由于指数在9月底重上15 000点水平，10月首个交易日，在买盘大增的情况下，指数升上了15 128.02点。之后，获利盘再度主导大市，并将指数推低至10月15日的13 384.24点。由于金融风暴已在泰国、韩国、印尼、马来西亚及新加坡等地造成了巨大而严重的破坏，部分投资者已注意到事态的严重性，并预见香港或者也会受到狙击。

一如所料，一直将亚洲视为“提款机”的美资国际对冲基金，早已看准了一向视作是香港经济及金融基石的港元联系汇率的弱点，并在10月20日展开猛烈狙击，扯高了香港的银行同业拆息，使投资者极为忧虑，而指数则急挫630.13点。翌日，与国际对冲基金同声同气的摩根斯坦利，公开表示减持亚洲市场的投资比重，并指出亚洲股市已处于危险的下跌周期，其第二浪的跌势甚至会由香港带动。在腹背受敌的情况下，港汇利息大幅飙升，而指数则在21日及22日分别急挫567.78点及765.33点。由于对冲基金无法在第一轮狙击中斗垮港元，10月23日又再展攻势，令银行同业拆息再次被扯高，并升至280厘的历史高位，而恒生指数更创出单日重挫1 211.47点的历史纪录。

由于港元在对冲基金狙击下仍力保不失，股市在10月24日曾大幅反弹，并升上11 144.34点的水平。不过，对冲基金仍紧盯港元不放，并在10月27日及28日持续施袭，令恒生指数在短短的两日内大跌2 084.45点，跌穿了10 000点的心理关口，使部分投资者陷于极度恐慌的境地。虽然受到连番狙击，特区政府仍坚持以庞大的储备作后盾，确保港元汇率不变。由于对冲基金无功而退，该月月底的恒生指数略为回升至10 623.78点。与月初的15 128.02点比较，在短短的20个交易日内，指数跌去了4 504.24点，跌幅高达29.8%，市场波动之大、厮杀之烈，不难想像。

11月初，指数曾因技术性反弹而回升至11月3日的11 255.11点。之后，因投资者信心疲弱及交投量大减而滑落至11月12日的9 607.91点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

由于多次施袭而无法摧毁港元联系汇率，对冲基金最后还是心有不甘地暂时退出香港金融市场。11月下旬，由于威胁稍歇，市场也逐步稳定下来，至于月底的恒生指数，则以10 526.92点收市。

经过连番搏斗后，股市在12月份渐趋平复。12月上旬，在投资者趁低吸纳的带动下，指数曾在12月7日升上11 722.94点的高位。可惜，由于人心仍然虚怯，加上传闻外资"大鳄"仍虎视眈眈，指数又反复回落至12月22日的10 172.47点。月底，指数轻微反弹，并在12月31日以10 722.76点收市，较上一年下跌了33.5%，至于全年总成交额则为37 889.6亿元，较上一年大幅上升168.3% (The Stock Exchange of Hong Kong Limited，1998)。不论从哪一角度上看，1997年的确是惊险而难忘的一年。

该年，共有78家企业新上市，当中不包括以介绍形式上市的公司。它们分别为：坚宝国际(K & P International)、精艺集团(FT Holdings)、华利资源(Wah Lee Resources)、昌明控股(Cheong Ming Holdings)、叶氏保达国际(Yips's Pota International)、越秀交通(GZI Transport)、骏泰集团(Chun Tai Holdings)、瑞安建业(Shui On Construction)、中国东方航空(China Eastern Airlines)、万裕国际(Man Yue International)、北京时装集团(Peking Apparel)、深业控股(Shum Yip Investment)、宝途集团(Boto International)、深圳高速公路(Shenzhen Expressway)、广兴国际(Kwong Hing International)、北京大唐发电(Beijing Datang Power Generation)、金朝阳集团(Soundwill Holdings)、广信企业(GITIC Enterprises)、永利控股(Wing Lee Holdings)、基电控股(KEL Holdings)、太平洋港口(Pacific Port)、建溢集团(Kin Yat Holdings)、六福集团(Luk Fook Holdings)、北京北辰实业(Beijing North Star)、龙田集团(Dragonfield Holdings)、浙江沪杭甬高速公路(Zhejiang Expressway)、励晶太平洋集团(Regent Pacific Group)、珠江船务发展(Chu Kong Shipping)、理文集团(Lee & Man Holdings)、北京控股(Beijing Enterprises)、奋发国际(Benefen International)、迪臣发展(Desen Development)、江西铜业(Jiangxi Copper)、莎莎国际(Sa Sa International)、唯冠国际(Proview International)、第一拖拉机(First Tractor)、辉煌控股(Fairform Holdings)、北京燕化石油化工(Beijing Yanhua Petrochemical)、东宁高路华电器(Leading Spirit Conrowa

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Electrical)、安利士集团(OLS Group)、江苏宁沪高速公路(Jiangsu Expressway)、鞍钢新轧钢(Angang New Steel)、运盛中国投资(Winsan China Investment)、中国南方航空(China Southern Airlines)、城市电讯(City Telecom)、第一珍宝集团(Alpha General Holdings)、粤海啤酒(Guangdong Brewery)、航天科技通讯(CASIL Telecommunications)、东南亚木业(Southeast Asia Wood Industries)、环球饮食文化(Global Food Culture)、海域集团(Ocean Grand Holdings)、华富国际(Wah Fu International)、马斯葛集团(Mascotte Holdings)、民生国际(Man Sang International)、深圳中航实业(CATIC Shenzhen Holdings)、龙昌国际(Lung Cheong International)、佳信科技(Kessel International)、辰达永安旅游(Anada Wing On Travel)、香港水泥(TCC Hong Kong Cement)、四川成渝高速公路(Sichuan Expressway)、裕丰国际(Yue Fung International)、丽盛集团(Rising Development)、中华置业地产(Zhong Hua Land Holdings)、德胜控股(Takson Holdings)、沿海物业集团(Coastal Realty Group)、东力实业(Tonic Industries)、重庆钢铁(Chongqing Iron & Steel)、安徽海螺水泥(Anhui Conch Cement)、中国电讯(China Telecom)、永利航运(Wing Lee World Transport)、广州药业(Guangzhou Pharmaceutical)、自动系统集团(Automated System)、丽丰控股(Lai Fung Holdings)、天津发展(Tianjin Development)、威乐控股(GKC Holdings)、中航兴业(China National Aviation)、建荣建业(Kin Wing Chinney)、伟达桑集团(Wiltec Holdings)(The Stock Exchange of Hong Kong Limited, 1998)。

回顾过去与展望未来

回顾过去一个半世纪的历史,我们不难发现无论是从政治发展的角度上看,还是从经济及社会发展的角度上看,香港从一个缺乏天然资源的细小渔港,发展成名列前茅国际金融中心的故事,绝对可以用“神话”来形容。至于真正使香港变成“神话”,并使她被传颂千里的,是第二次世界大战结束后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的急速开放和成长。第二次世界大战之前，香港的经济虽有一定成就，但远远落后于上海。就以股票市场为例，香港股市的集资能力、买卖及运作，便明显不及上海。

第二次世界大战结束后，中国大陆与香港虽然同样全力投入重建，但国、共内战及侯后的政权兴替，则彻底改写了香港和内地的发展方向和步伐。不论我们同意与否，1949 年明显是中国政治、经济及社会发展的分水岭。就在这一年，国民党退守台湾，共产党统一大陆，而部分薄有家财的商人——尤其是上海企业家——则连同那些对共产党统治心存戒惧的人民，南来香港，延续原本的生活追求。

对于一向依赖转口贸易而本地工业并不成熟的香港经济而言，中国大陆的政权易手和侯后的“贸易禁运”，曾经使香港经济陷入前所未见的困局之中。正当殖民政府束手无策而经济发展前景又暗淡无光之时，那些在 1949 年前后从四方八面涌抵香港的企业家，则紧握每个商机，再结合本身的优势，在九龙及新界等地开厂设铺，并吸纳那批同样来自大陆的廉价劳工，大量生产纱布成衣、钟表电子及胶花玩具等物，远销欧美。回头看，20 世纪 50 年代初这种工厂纷立和密集生产的模式，其实正是香港工业化的开端。

工业化带来的不但是经济增长和生活改善，至于企业融资、拓展业务和公众投资者渴求投资保值等问题，也相继浮现。正如前文各章所言，在 1969 年之前，一向被视作是投资和融资最重要途径之一的股票市场，一直十分封闭，企业上市或股票买卖往往只属上层社会少数商贾政要的玩意。在那个年代，不但企业上市门槛极高，公众人士参与股票买卖的程度和比例也不高。举例说，在 1968 年，全港便只有 59 家上市公司，至于每年总成交量则只有 9.43 亿元而已(表 20.1)。

表 20.1　1968 年～1997 年恒生指数、成交量及上市公司数目统计

年份	恒生指数(年底)	上市公司数目	每年总成交量(百万元)	市价总值(百万元)
1968	107.55	59	943	—
1969	155.47	73	2 523	10 073
1970	211.64	91	6 047	14 618
1971	341.36	104	12 729	37 019

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续 表）

年份	恒生指数(年底)	上市公司数目	每年总成交量(百万元)	市价总值(百万元)
1972	843.68	197	43 163	87 629
1973	433.68	290	48 579	57 007
1974	171.11	不 详	11 449	27 282
1975	350.00	不 详	10 345	45 991
1976	447.67	295	13 167	56 679
1977	404.02	284	6 133	51 278
1978	495.51	265	27 437	65 939
1979	879.38	262	25 632	112 809
1980	1 473.59	262	95 673	209 752
1981	1 405.82	269	105 970	232 331
1982	783.82	273	46 272	131 640
1983	874.94	277	37 166	142 094
1984	1 200.38	278	48 807	184 642
1985	1 752.45	279	75 849	269 511
1986	2 568.30	253	123 142	419 281
1987	2 302.75	276	371 419	419 612
1988	2 687.44	304	199 480	580 378
1989	2 836.57	298	299 146	605 010
1990	3 024.55	299	288 714	650 410
1991	4 297.33	357	334 103	949 172
1992	5 512.39	413	700 577	1 332 184
1993	11 888.39	477	1 222 675	2 975 379
1994	8 191.04	529	1 137 414	2 085 182
1995	10 073.39	542	826 801	2 348 310
1996	13 451.45	583	1 412 242	3 475 965
1997	10 722.76	658	3 788 960	3 202 630

资料来源：《香港股票资料手册》，1970～2001；The Stock Exchange of Hong Kong Limited，1986－1998

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

所谓“时移势易”，到了60年代末，由于经济发展已达一定水平，一些成功崛起的企业——绝大部分属华资——已急欲寻求银行以外的财务支持，协助他们进一步拓展业务。可惜，一直为英资巨贾所垄断的股票市场，很多时则将这些新崛起的华资企业拒诸门外，形成一种“集资无门”的现象。

另一方面，社会的日渐富裕及进步，也暗示公众人士对金融投资产品——尤其股票——有着庞大需求。在一个高通胀、高增长的经济环境下，将储蓄存放在银行，往往会弄致“得(利息)不偿失(通胀)”，更不用奢望可以分享经济成长的好处。从简单的投资理论上看，买卖股票既可赚取股息，也能享受企业发展的成果，因而较受市民大众的欢迎，而这恰恰正是当时社会对股票买卖出现庞大需求的重要原因所在。

可是，在一个相对封闭而垄断的经营环境下，渴求融资的一方和寻求投资的一方，很多时却无法获得有效的配合和联系。就算有人希望担当股票买卖及企业融资的中间人，要求加入股票经纪的行列，往往都会遭到既得利益集团的排挤和拒绝，落得失望而回的结局。

从股票市场的发展上看，1969年肯定是一个极为关键的年头。在这一年起，股票市场的垄断经营终被打破，令交易所及股票经纪迅速增加，至于融资和投资的需求也同时得到了满足。由于股票市场的空间突然开放，企业上市的数目和股票交易的金额也迅速增加。举例说，在1969年，上市公司的数目已上升至73家，全年总成交量则增加至25.23亿元。之后的1970年至1973年，增长速度更快。在短短的4年间，上市公司增加了217家，增幅高达2.97倍；全年成交总量增加了460.56亿元，增幅高达18.25倍；至于股份总市值则增加469.34亿元，增幅高达4.66倍(表20.1)。

1973年的股灾可说是市场发展过急的一记当头棒喝。经过这场股灾的洗礼后，市场制度、企业质素、经纪资历、投资文化、规管监察等均有显著提升。另一方面，股灾也令政府及市场人士领略到，公平公正、公开，透明的股票市场对经济发展极为重要，而过多的交易所及过激的市场竞争，同样不利于市场的稳定和健康成长，至于将各交易所合而为一，借以提升并壮大股票市场综合竞争力的构思，便随着市场的整固而由酝酿逐步迈向成熟。

对于香港股票市场的发展而言，经过12年的反复讨论和协商，合并计划最终在1986年4月份落实，而香港联合交易所也正式诞生。在一个全新的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

发展格局底下，香港股票市场进一步得到拓展，并崛起成为名列前茅的国际融资及投资中心。举例说，自 1986 年起，经过连年下跌后，上市企业的数目已渐渐回升，每年总成交量也突破 1 000 亿元大关，至于股份总市值也迅速增加至 4 000 亿元的历史高位（表 20.1）。

大约也在这个时期，经过漫长时间的谈判后，中、英两国终于在 1984 年年底就香港的主权回归问题达成了协议，并共同发表了联合声明。根据这个联合声明，英国政府的殖民统治，将会在 1997 年 6 月 30 日结束，而中国政府则会以“一国两制”、“港人治港”的方针政策恢复行使香港主权。在一个风起云涌、变幻无常的全新格局下，香港进入了过渡期。

面对主权的快将易手，部分过往主导着香港经济命脉的英资企业，便因担忧失去政治后台而急急撤退，引起了市场的强烈震荡。恰恰相反，经过连串改革和整顿后的中资企业和国有企业，则迅速崛起成为世界经济的一股重要力量，并嗷嗷待哺地涌到快将回归的香港，希望筹集资金拓展业务，掀起了一股“中国概念股”的炒作热潮。

事实上，在八九十年代，部分对香港前途缺乏信心的企业，陆续减少在香港的投资，甚至撤出香港，而大量中资企业及国有企业，则大举涌到香港，填补这个市场的空间。从资料上看，自 1992 年起，中资企业及中国企业在新上市企业中占了一个很大的比率，并大大提升了香港股票市场的实力。举例说，到了 1992 年，上市公司的数目便首次突破 400 家，每年总成交量冲上了 7 000 亿元的水平，至于股份总市值则跨越 13 000 亿元的高峰（表 20.1）。在这一落一起、一退一进之间，香港股票市场既摇身一变而为中国企业吸纳资金的重要场地，也成为国际五大金融中心之一。

九七回归及俟后的亚洲金融风暴，既是香港股票市场发展史上的一个重大机遇，同时也是一个巨大挑战。随着中国经济力量的日渐壮大，企业融资的频度和数额势必日益庞大，至于香港联结东西、沟通内外的角色，同样会变得愈来愈吃重，而这正是放在香港股票市场面前的一个重大机遇。另一方面，亚洲金融风暴的威力，又让我们认识到香港金融及股票市场的脆弱之处，至于如何改善本身交易制度的弱点，并在开放市场、强化监察、维持秩序和保障利益之间取得平衡，恰恰正是机遇背后的巨大挑战。

当我们从头到尾地看罢香港股票市场一个半世纪的风风雨雨、上上落

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

落后，很容易便从那些一夜致富或一朝破产的故事中，联想到明代文人杨慎的传世著作——《临江仙》：

滚滚长江东逝水，浪花淘尽英雄。是非成败转头空，青山依旧在，几度夕阳红。

白发渔樵江渚上，惯看秋月春风。一壶浊酒喜相逢，古今多少事，都付笑谈中。

另一方面，如果我们从股票市场的封闭走向开放，从鼎立走向统一，再到国际金融中心的历程中看，我们会深深地体味到个人的是非得失，真的"转头成空"，反而制度的建立和不断自我完善，才是香港人引以为傲的事情，也是香港股票市场与亚洲邻近地区股票市场有所差别的重要原因所在。

展望未来，香港的股票及金融市场除了要吸取过去的经验和教训外，还要进一步巩固过往行之有效的运作模式和市场制度，并保持东西荟萃、沟通内外而自由开放、公平公正的传统，在全球化及国家深化改革等浪潮中充分发挥本身作为中资、国企集资和优化管理的特长，提升香港在国际金融市场上的综合竞争力。与此同时，有关当局更要时刻保持警觉，不断完善市场的规管和监察，保障公众投资者的利益。

结　　语

总括而言，九七回归及股票市场的急转直下，使我们想到两个既关键又有趣的问题：其一是 1997 年前预期中的"政治危机"没有出现，随之而来的反而是"经济危机"，令很多市民一时难以适应；其二是环球化浪潮下开放式的本地金融及股票市场，不但难以在金融风暴中独善其身，甚至会成为国际投资大户兴风作浪、择肥而噬的对象。

回归前，香港市民、传媒及国际社会最为担心和大造文章的话题，是九七之后中国政府会否如实履行"一国两制"及"港人治港"的承诺（Kraar，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1995)。说得更为具体及明确一点,是中国政府会否干预香港的内部事务,而民主自由、人权法治等价值和保障,又会否遭到侵蚀的问题。对于这些问题,时事评论员笼统地将之形容为香港的"政治危机"。虽然香港和平过渡,而"一国两制"又成功落实,但亚洲金融风暴的"异军突起"及俟后的经济长期衰退,则被粗略地形容为"经济危机"。这种预测与现实的"分裂"现象,令很多市民、分析家及政府官员大感意外,甚至有点无所适从。

另一方面,亚洲金融风暴的肆虐,又让政界、商界、金融界及学术界人士重新思考股票及金融市场的开放和监管问题。在环球化浪潮的影响下,资金的流动已变得愈来愈容易,科技的日新月异,又令其流通的速度愈来愈快及愈来愈不动声色。至于投资产品及衍生工具的层出不穷及千变万化,更令股票及金融市场增添不少潜在的陷阱和风险。面对这种复杂而瞬息万变的国际投资格局,过度强调自由开放,有时难免会变成中门大开,让自己暴露在虎视眈眈的国际投资大户面前。成败利害得失之间的取舍,实在很值得有关当局深思。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二十一章

股票市场与家族企业

每当论及华人家族企业时,不少人的脑海都会出现这样的形象:规模细小、内部充斥着斗争与冲突、父权当道以及缺乏效率等。这些负面的看法,一定程度上反映了华人家族企业所面对的困境,以及其成功路上的满途荆棘。事实上,不少家族企业的发迹道路,都很相似:经过多年的辛劳工作,第一代创业者积存了少量的资金、营运经验和商业脉络,为了不想再"寄人篱下"、替人"打工",便选择了创业之路。

可是,由于资金不足、网络有限及规模较少,第一代创业者往往无法租用大型的办公室或厂房,也不能购买先进的设备或设计现代化的生产模式,更谈不上可以聘用专业人才来协助公司运作。因此,第一代创业者唯一可以依靠的,只有一家人的胼手胝足,又或是亲朋好友的帮忙扶持。在这种条件的局限下,不少华人家族企业的运作模式,往往是由父亲当"主持人"兼管理者,母亲或子女则做助手或员工,至于某些较可信的亲戚,也会在企业内担任不同的工作或职位(郑宏泰、黄绍伦,2004)。

公司逐渐壮大后,创业者也会注意到单靠家人已做不来,于是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

便会慢慢转聘非家族成员。但这些“外来者”无论是在年资上或信任度上都不及家族成员,很难获得家族成员的信任,加上家族成员很多时都是企业的开国功臣,早已占据着企业的高层位置,外来者要攀上企业的管理核心,着实并不容易。正是这个缘故,华人家族企业很多时便给人保守、排外、缺乏专业管理及充满权力斗争等负面形象。这个负面形象,或多或少又会影响家族企业进一步的壮大和成长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

家族企业理论与发展特征

过往，曾经有学者尝试从不同角度去理解华人家族企业的发展特征及内涵。谭国华便从文化系统的角度出发，指出中国文化中存在着一种强烈的自我创业倾向，这种企业内部的离心倾向，不但无法赢取员工的长期忠诚，也不能充分发挥他们的潜能和贡献。谭氏解释，华人雇员或许会努力工作，但却不会如日本雇员般全心全意地为公司“卖命”。对于大多数华人雇员而言，其终极目标不是为了升职加薪，在企业内寻找终生“居所”，贡献自己，使企业日渐成长。相反，在别人的企业工作，只会视作累积个人资本、吸取工作经验，从而建立自我的人际及经营网络，希望有朝一日能利用这些“社会资本”，摆脱“寄人篱下”的局面，创立自己的王国、成就一己事业，自己当老板，尽展所长。

> 各个体都没有作出长期服务于(别人)公司的打算。对于各个独立个体而言，他们的首要忠诚，并不是别人的企业，而是他们自己(的事业或生意)……这样便会出现一种结构式的趋势，随着时间的流逝，各企业均会不停分裂，变成不同个体。(Tam，1990：168)

换言之，谭氏认为华人社会这种“宁为鸡首、莫为牛后”的心态，正是企业产生离心力的关键所在。这种结构性的离心力，不但会让企业不断自我制造矛盾，还会产生不稳定，并最终导致分裂，窒碍了家族企业的持久发展和壮大。

事实上，这种内部离心力，不独在企业内部出现，在家庭或家族的系统内，同样极为普遍。传统上，华人社会多采用诸子均分的继承制度，当一家之主去世时，子孙(男丁)在承继遗产时，便会一丁一份地“分家析产”，这种安排不但意味着子孙长幼地位的均等，也意味着各支各房对独立自主的追

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

求(王崧兴,1985;陈其南,1985)。

黄绍伦更进一步指出,就算是一个具有无上权威的父亲,也无法减除子孙们为着分家析产的问题而产生的离心倾向(Wong, 1985)。也即是说,如果家中有4个儿子,做父亲的便必须将家产一分为四;若有6名儿子,则要分为6份。到了再下一代,子孙们可以分配的家业,便在这个四分一或六分一的基础上,再平均分配下去。这样,每人可以分配的比率,也会变得更微、更少了。

另外,也有学者指出这种子孙均分的“平等继承制”,便是导致家族企业不停分裂繁衍的根源,因而得出诸子均分制度既令资产摊薄,不利资金囤积,亦会影响企业发展的结论(Chau, 1991; Ho, 1976)。在缺乏资金作后盾的情况下,家族内部还出现结构性的分裂,华人家族企业难以壮大和发展,自不待言。

亦有学者从企业管理系统的观点出发,解释华人家族企业积弱不振的原因所在。他们认为华人家族企业在选聘职员及人事升迁上,往往会出现过度重视血缘及强调个人信任的问题,反而忽略了员工实际的工作能力及表现(Fukuyama, 1995; Yeung, 2000)。由是之故,很多家族企业的大权通常只会集中在家族成员的手中,非家族中人因不获信任而难以染指上层管理。就算少数“外人”能突破重重阻碍,升至管理层的位置,但他们能获得的授权,很多时亦会很有限,并且掣肘多多(Redding, 1990)。这种“用人唯亲”的聘任方式,令华人家族企业无法吸纳高质素的专业人才,亦令人才不能全心全意地为企业打拼。没有雇员的效忠、支持和贡献,华人家族企业的发展自然有所局限。

总结以上论者的分析,我们不难发现无论是从文化层次、家庭制度或企业管理方式来看,华人家族企业均给人有“先天缺陷”的感觉,难怪很多人一直对家族企业的称呼,均有落后、短命和欠缺效率的负面感受,更难怪当我们在访问一些企业的掌舵人时,他们一听家族企业一词,往往都会立即作出澄清,说明自己的企业乃上市公司,管理层均属专业,不属家族式的企业,希望与家族企业一词“划清界限”。

但是,我们必须注意,到底华人家族企业的发展,是否真的如外界所形容的印象那般差劣呢?经过长时间的研究和观察后,我们认为实情并非如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

此。事实上，不少华人家族企业都管理妥善，规模宏大并能历百年而不衰。既然如此，家族企业又为何会给人“难成大气、短命早夭”的负面形象呢？这个有趣的现象，正是本章希望探讨的其中一个重要命题。

我们认为华人家族企业的负面形象，根源于资本的性质及资金的来源上。传统上，华人家族企业很多时会面对资金短绌的困难，就算他们有创新的意念或是发现了具潜质的市场，往往亦因资本所限而被逼放弃，或以小本经营模式进行运作，因而无法发挥规模经济的化学作用，窒碍了企业的成长。香港首富李嘉诚在一次访问中，向记者道出他刚刚开展塑胶花生意时缺乏资金的困境，正好说明了资金缺乏对企业发展的冲击。他说：

> ……那时我知道只要能多筹集一万元，便可购买多一部旧机器提升生产力，亦可赚取更高的利润，但我实在没法取得这笔资金，只好让机会白白溜走。当时我真的很不开心。（黄惠德，1978：60）

正如粮食是人类成长和生存的重要元素而电油是推动汽车前进的能源一样，资金是决定企业发展规模的圭臬。正因为没有足够资金的支持，华人家族企业很多时便会堕入只能依赖自己或家人积蓄和劳力的格局。在这种格局的左右下，业务很难展开、人才很难招聘，而公司的发展，也很难摆脱资金少、规模小、发展慢的恶性循环，家族企业也无从逃出效率低、利润薄及寿命短的宿命。

对于大多数华人家族企业而言，他们的启动资金往往来自个人积蓄或家人资助。由于资金来自家族内部，企业自然不必如上市公司般需要面对公众，而聘用自己人作高职亦是向“资助人”答谢的一种方法，属情理之所在。事实上，这种聘家族成员或亲戚任高职的方法，恰好正是他们向自己家族成员负责及效忠的另一种表现。可是，这种行径，落在大众的眼中，自然会招来任人唯亲、依赖关系及任由家长意志左右发展一类的负面评语。这些不利的评语，又会进一步令家族企业难以向正规的银行或金融机构筹借资金，结果很多时又会错失重大的投资及发展机会，进一步窒碍企业的成长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从这个角度看来,华人家族企业的致命伤是资金不足的问题。资金不足又因其性质和来源不同,而出现企业结构及发展际遇有异的情况。若华人家族企业能通过银行借贷或公开发行股票等正统途径筹集资金,我们相信它们的发展路径,将会截然不同。简单地说,有了充裕的财政支持,它们便能进行更大规模的计划或更长远的投资。其次,由于参与了股票市场,引入了公众的资金,它们便必须接受相关监察机构的规管,家族企业的管治也会变得更公开、更透明。第三,上市后,由于家族企业必须公开其股权持有人的身份和重大股权变动,而公司作出重要商业决定时亦要咨询公众投资者,并要向外公布企业发展的资料,这意味企业不能再将有才能的人拒诸门外,以免遭到股民唾弃,影响企业的长远发展。若华人家族企业能走上专业管治的路途,其保守、落后及自我中心的形象,便会不攻自破。

为了进一步印证以上的论点,下文我们将会集中处理两个核心问题:(一)若华人家族能从股票市场中集资,他们的企业是否真的能够迅速发展?(二)若华人家族企业的主要资金来自股票市场,他们又会否因为需要对公众负责而在管理上变得更开放、专业及现代化?

在解答这些问题之前,我们必须事先作出一些重要的假设:(一)股票市场是完全开放的,资金可以自由进出,不受任何限制。(二)任何企业只要符合相关规定,均能从股票市场中筹集所需资金。(三)一旦公开集资,企业必须遵守监管机构订立的规则及条例。(四)企业从股票市场筹集的资金,将全部用作再投资事宜。

在深入分析之前,我们有必要先界定何谓"家族企业"?是控股权?管理模式?资本来源?还是其他条件呢?虽然学术界对此看法不一,但我们认为控股权对一家企业的特性有关键性的作用。简单地说,如果某个家族对某家企业拥有战略性的控股权,那家企业已可视作该家族的附属。因此,我们便把它看作家族企业。当然,我们明白此定义或原则未必是全无争议的,但是,作为一个简单的分析框架,它应该是可以接纳的。

在这个简单分类方法的指导下,我们尝试以1970年至1973年间趁股市开放、市场气氛畅旺而上市的一批华资企业作为主要的研究对象,阐述他们如何利用公共资金,推动企业本身的发展,从而提升企业的管治水平,并建立起自己良好的企业形象。虽然前文各章我们已谈到香港股票市场的发展

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

历史，但为了让本文的讨论脉络更加清晰，我们在此还是有必要精简地介绍一下股市的发展和沿革。

股票市场的发展与沿革

正如前文各章所述，香港股票市场的历史最早可追溯至开埠初年。但是，较有规范的发展，却要等到1891年第一次股票风暴后，港英政府就股票交易进行立法的时期。1890年，身兼立法局议员的怡和公司大班J. J. 凯瑟克(J. J. Keswick)鉴于当时的股票炒风炽烈，提出立法管制。当时同为立法局议员的名商巨贾遮打(P. C. Charter)为了自身利益，乃发动股票经纪，在1891年2月初组成商会，借以抗衡港府在股票市场上进行管制的构思，这个历史转变时期的官、商内部抗争和角力，正是香港股票经纪会诞生的由来。

1914年，香港股票经纪会改名为香港股份总会，大约7年后的1921年10月，再有一家新的交易所——香港股票经纪协会成立，而香港股票及物业经纪社的出现，则要等到1924年6月。到了20世纪20年代末，香港股票及物业经纪社已因业务萎缩而遭香港股份总会吞并，余下的两家交易所则一直相互竞争。

交易所成立之初，成员绝大部分乃欧美巨商，华人不得其门而入。至于所谓“公众公司”(上市公司)，更全数为欧美企业，华人企业要公开集资，真是谈何容易。事实上，就算华人家族企业有很好的生意计划或发展前景，在资金缺乏的情况下，也很难有所作为，更不用说当时的政治和经济资源，都集中在英国统治者手上的可悲现实了。

一直到20世纪初，华人家族企业才能打破传统，上市集资。最初能跨越樊篱的是一些由华人领袖主持的大型企业如东亚银行、中华巴士、华人置业、中华娱乐、中华国货、永安百货等。他们可以上市，除了表示企业营运十分成功外，还暗示企业的领导者在当时的政商地位，已非同凡响了。虽然华人企业上市的数目日多，但在一般市民心目中，股票买卖仍只属达官贵人的玩意，他们根本没有参与的余地。而股票经纪也被列为一项高尚及有地位

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的“洋人”职业，不是一般华人能担任的。

在1950年前，香港的股票市场一点也不活跃，每日成交量极低，部分公司的股价甚至出现数月不变的情况，而经纪的工作更往往被描绘作一种休闲的生活，只有当那些公司派发股息或分发红利时，才偶尔出现较活跃的交投量。究其原因，一方面是因为上市公司的数目不多，参与股票买卖的人数太少；其次，则是买卖股票手续繁复、费用高昂，令不少人望而却步。这样的股票市场，根本达不到为企业集资和发展经济的目的(Barrie & Tricker，1991)。

在日军占领香港的三年零八个月期间，股票市场被逼全面停顿。日军无条件投降后，经济才能慢慢走出困境。重光初期，由于经营困难，经历战乱而仍幸存下来的两个交易所，乃决定在1947年合并而为香港证券交易所(简称“香港会”)，延续战前由西欧巨商垄断股票买卖的神话。

虽然香港的政治、经济和社会秩序逐步建立起来，但与香港血脉相连的中国大陆，却陷入内战，最后由共产党取得天下。为了逃避战火，不少有钱人纷纷带着资产逃到香港。与一般移民不同，这批资本家为香港带来了资金、知识、生产机械、工业发展经验、国际商贸网络，以及企业家精神(Wong，1988)。这些有利的条件再结合大批工资低廉的移民，给香港的工业带来千载难逢的机遇。随着工人夜以继日的赶工加班，一货柜又一货柜的产品销售到世界各地，香港的经济开始起飞。据不同学者的统计，在五十年代起，香港人均生产总值急剧增长，每年高达双位数字，市民生活亦大有改善(Szczepanik，1958；Chou，1966)。这样的繁荣局面，为香港的金融市场带来了重大的冲击。

第一个冲击是寻求投资机会的问题。经济起飞后，由于市民生活渐渐富裕，开始有积蓄或“多余钱”。当时，很多精明的投资者已注意到将“多余钱”存放银行，只能获得微薄的利息，若不把资金投向有较高回报的途径上，银行存款反而会因通货膨胀而日渐贬值。也即是说，当时的社会已出现资金过剩并急欲寻找出路的情况。

第二个冲击是企业急需资金扩展业务的问题。虽然不少工业家在五六十年代都赚取了可观的利润，但他们仍期望能获更多的资金，以实践他们开拓企业、扩张市场的雄心。换言之，当时的社会出现了一个特殊的情况，一方面是民间有大量资金供应，正蠢蠢欲动地寻找投资商机；另一方面，企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

则对资金需求殷切，嗷嗷待哺，时刻等待着新能量的补充和支援。

对“求财若渴”的家族企业而言，要获得资金支援，除了上市外，当然还可以向银行申请借贷。但当时借贷并不容易，既要向银行清楚交代企业财务纪录及发展前景，又需要物业或工厂设备等作抵押。就算最终贷款获批核，亦需付出高昂的利息，至于三五年内便要还清欠款的条件，也对一些长远投资项目极为不利，加上当时有部分华人企业家仍抱有“不赊不借、不欠人情”的传统观念，对银团借贷印象负面。正因为银行借贷并非理想资金的来源，而很多新冒起的企业又对资金需求殷切，才给股票市场的划时代转变创造了有利条件。

本来，股票市场是筹集资金的理想之地。但是，正如前文各章中的论述，在70年代前，香港的股票市场基本上完全由香港证券交易所垄断，任何企业希望通过上市形式途径集资，便需符合该会所订立的严苛条件，亦需经历繁复的“批核手续”，这个批核手续并非指政府的审批，而是指交易所的人为障碍。从口述历史的资料中，我们了解到，对于大部分在战后才成立的中小型企业而言，要通过“香港会”的关卡和标准，谈何容易。身为联合交易所前行政总裁的袁天凡便这样说：

> 1960年代末，有一些华资人士冒起。当他们的生意略有成就时，便发觉很难把自己的公司在“香港会”上市。因为那时的“香港会”运作颇为封闭，故这群华资企业家便开始组成自己的交易所。……当时，香港经济较蓬勃，本地企业家都需要资金运用，当他们不能进入“香港会”时，便构思成立另一家新交易所，这便是远东交易所的由来。(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)。

换言之，就算有企业家们明知股票市场可以解决他们对资金的渴求，都因股票市场门禁森严而只能望门兴叹。

看准资本市场这个供应与需求上不协调的现象，来自香港其中一个世家大族的李福兆，便在1969年12月牵头成立了一家新的股票交易所——远东股票交易有限公司(俗称“远东会”)。约1年多后，再有另一家新的交易所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投入资金市场，它就是由胡汉辉创立的金银股票交易有限公司(俗称“金银会”)。这两家交易所很快便吸引了不少公司上市，使股票买卖变得活跃起来。受到这两个成功个案的影响，1972 年刘普芬亦成立了九龙证券交易有限公司(俗称“九龙会”)。在短短 3 年间，弹丸之地的香港，证券交易市场竟然由 1 家交易所一变而为 4 家，使世界侧目，而股票市场的气氛，亦因而变得炽热起来。

为了增加市场的成交额，各家交易所都用尽方法，吸引更多公司挂牌上市，而投资者亦鼓其如簧之舌，大力唱好上市公司的投资前景。由 1970 年初至 1973 年 3 月，香港的股票市场一直处于“牛市向好”的格局。根据“香港会”的纪录，1966 年及 1967 年全年交投为港币 3.49 亿元及 3.05 亿元。到了 1969 年已跳升至 25.23 亿元。在 1972 年，成交额更加大幅度跃升至 106.10 亿元。

若从股票市场的总市值(market capitalization)而言，我们同样可以得出市场成长迅速而惊人的结论。在 1969 年，股票市场总市值为 100.73 亿元，到了 1972 年已跃升至 876.29 亿元(Hong Kong Stock Exchange Limited, 1965 - 1976)。之后，随着风暴过后的股价下滑，成交萎缩，总市值才日渐减少(表 21.1)。

表 21.1　1966 年～1976 年香港股票交易所(“香港会”)的表现

年 份	恒生指数(年终)	筹集资*(亿元)	总市值(亿元)	成交额(亿元)
1966	79.68	—	—	3.49
1967	66.92	—	—	3.05
1968	107.55	—	—	9.44
1969	155.47	—	100.73	25.23
1970	211.64	3.22	146.18	30.51
1971	341.36	2.30	370.19	47.38
1972	843.68	11.28	876.29	106.10
1973	433.68	7.06	570.07	122.85
1973	171.11	1.91	272.82	24.46
1974	350.00	3.70	459.91	25.04

*不包括认股权证。
资料来源：Hong Kong Stock Exchange Limited, 1965 - 1976

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

由于在1969年以前香港只有1个股票交易市场，因此“香港会”的交投量已代表了整体股票市场的情况。但是，自1970年起，随着其他交易所的加入并参与买卖，股票交投更见炽热，“香港会”的成交额，虽然已经不能反映香港整体股票市场的运作和交易情形，但是，它仍能粗略地让我们看到香港股票市场在70年代的发展和转变。

由1967年的股市低潮到1973年年初的大牛市，香港股票市场的总体成交额便以几何级数上升。在1968年尾，恒生指数只有107.55点，之后各年便不停攀升，并屡创新高。到1971年，指数上升至211.64点，1973年3月，指数更升至历史高位的1 774.96点。以恒生指数的点子计算，在短短的4年半内，累计升幅高达16倍之巨，难怪不少股民在这段时期内对股票市场如痴如醉、乐而忘返了。

据说当时差不多所有参与买卖的投资者都能获利，不少人甚至会辞去工作，全心全意投入股票市场，天天在“金鱼缸”（交易所大堂）流连（详见第十一至十二章）。但是，随后当股市大跌时，不少投资者均损失惨重，部分人甚至因此而一夜疯狂，亦有人因突然失去所有财产而走上自杀自毁之路，这些悲剧在当年的报章上便屡见不鲜（冯邦彦，2002）。

华人家族企业的冒升

撇开战前有小部分华人家族企业凭一己私蓄，再伙同兄弟、朋友或同乡创办百货等企业而崛起不谈，70年代股票市场的兴旺，确实为很多华人家族企业的发展，带来了新的路向和契机。不少企业都把握那个千载良机，把家族企业包装上市，并从股票市场中获得大量资金，使企业迅速发展起来。根据“香港会”（不包括其他交易所）的交易纪录，在1969年以前，香港大约只有60家上市公司，其中37家至40家为英资，17家至19家为华资，余下数家由印裔或犹太人拥有。

自1969年起，华人企业上市的比例开始大幅跳升。举例说，在1969年、1970年及1971年，由华资所拥有的企业数字，便大幅度上升。由1972年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

起，华人企业上市的数目更超越英资企业(图21.1)。这些数据，明显反映出华资企业已逐步取代了英资企业，成为香港经济体系最重要的力量了。

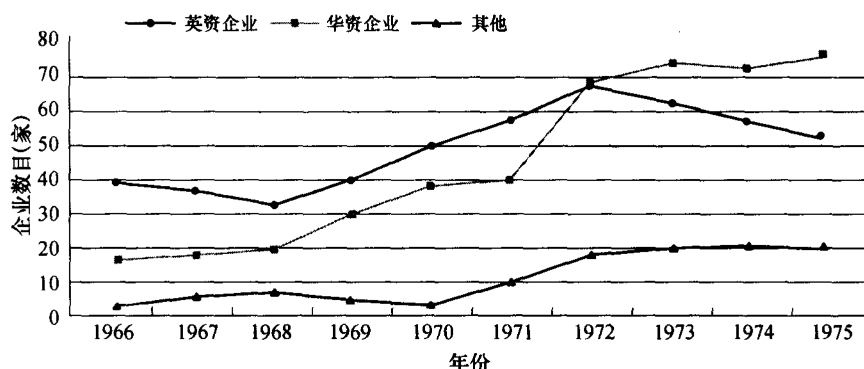


图21.1 1966年～1975年间在“香港会”上市的不同资本企业

资料来源：Hong Kong Stock Exchange Limited, 1968 - 1975; Far East Stock Exchange Limited, 1970 - 1975.

正如前文所述，由于“香港会”是由英资巨商所创立，而且一直为英资企业所主导，故若只采用该会的数据，根本无法全面地理解华人家族企业对香港经济的贡献及影响。若我们再看“远东会”的数据，图像则会更清晰。口述历史资料显示，“远东会”于1969年成立时采用了一个较开放的态度，并将其市场定位在服务中型华人企业的位置上。故此，交易时以广府话(俗称广东话)为媒介。此外，为了吸引更多投资者及公司挂牌上市，买卖及申请上市的手续又大大简化。再者，该会还接纳女性经纪做会员，并举办不少宣传活动，吸引公众投资者，为股票市场增添了很大的竞争动力(*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997)。

在“远东会”成立初期，虽然不少投资者对它的功能和运作存疑，并不敢放胆加入或投资，但随着该会一连串宣传推广工作的展开，很多中型规模的华资企业，渐渐发觉通过股票集资的好处，于是开始争相申请上市。在1971年至1972年间，上市公司的数目由104家上升至197家，到了1973年，数目更跃升至290家，当中绝大部分属华资公司，小部分属英资公司，至于其他资本如犹太及日资公司，则只占很小的比例。这些数据显示了两项重要现象：(一) 1972年及1973年是香港股票市场发展的起飞阶段，不少华人家族企业便是于当时上市，日后才能大展拳脚。(二) 华人家族企业不但逐步取代

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了英资企业，还迅速冒起成为香港最重要的经济力量。

对于华人家族企业在“远东会”成立后，通过吸纳公众资金而迅速崛起的情况，李福兆在一次访问中这样回应：

> 我很高兴看到华资企业在股票市场中成长并变得愈来愈强盛……如果不是 1972 年及 1973 年股票市场出现大升市，这些企业不会发展得如此迅速及能兴盛至今的。（张国雄，1979：46）

正是因为华资企业能够在一个开放的股票市场中获取资金，他们在企业投资和市场拓展上才能充分发挥本身的经营优势，使企业急速成长。

事实上，到了 80 年代，那些羽翼已丰的华资新贵，已有足够的力量与英资巨商一较长短，他们甚至发动一连串收购英资企业的行动，例如和记黄埔、九龙仓、中华煤气、会德丰、青洲英泥、香港电灯及香港酒店等。这些收购行动，不但标志着英资财团在香港已渐渐没落和淡出，也标志着华资企业的逐步抬头和壮大（详见第十四至十六章）。除此之外，事件也清楚地告诉我们，摆脱资金困窘的华资企业，已非昔日的吴下阿蒙，他们已经从股票市场中获得能量，并发展成跨国企业。

对于华人家族企业这个突破性的发展格局，资深经纪方侠这样评论：

> 香港地产市道经历过 1967 年的暴动后，到 1970 年代初便逐渐复苏起来，一些现今举足轻重的华资企业，如长江、恒隆、合和、新世界、新鸿基等，都是这时期在远东和金银交易所上市的。这些公司正好利用股票市场的资金，去拓展他们的业务，故 70 年代的股票市场，确实为部分华资企业提供了很好的发展机会。随着华资企业的壮大，他们渐有与英资财团相互抗衡之势。后来，一些老牌英资公司如会德丰、九龙仓、和记黄埔、港灯等，悉被华资公司收购。另一项特色是工业股份逐渐抬头。80 年代初，地产市道因前途问题下挫，连带股市亦受牵连，港府更在 1984 年将港币贬值，这种做法，间接降低了本港的生产成本，一些工业股份如爱美高实业、蚬壳电器、德昌电机等，也乘时而起，深受市场的欢迎。（*Stock*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Market Artifacts and Archives Collection: Oral History, 1997)

无论是从雇员数目又或是从企业资产来看，在没有上市前，不少华人家族企业的规模都是很细小的。由于资金所限，它们只从事单一生产或简单业务类型，如长江实业之前是一家塑胶花工厂、利丰公司的前身只是从事出入口贸易的公司、合和实业则只是专营建筑业务。但是，在上市后，由于它们吸纳了大量资金，因此能够摆脱资金不足的制约，开拓更多类型的业务，也更具规模。进军物业地产，便是其中一个好例子。由于地产业务需要较长的投资期，而且要动用的资金甚巨，根本很难再依靠个人储蓄或家族成员集资。若要向银行借贷，又因缺乏抵押品的缘故而很难取得借贷。股票市场在70年代初方兴未艾，恰好为地产物业的发展提供了最合适的资金来源。

大部分在70年代上市的企业，均与物业及地产有关，而股票市场的兴起及地产业的抬头，两者之间又有着共荣共生的关系。可以这样说，现时很多华人家族企业都是在1970年至1973年间上市的，他们由于可以摆脱资金不足的困窘，才能迅速把企业转型，大举进攻他们认为市场发展潜力更大、空间更阔的行业，并渐渐发展为跨国式的巨型企业。

事实上，70年代大量企业从事地产业务的现象，既反映出香港的经济结构已由60年代的工业主导模式，转型为地产主导模式，也暗示华资企业已日益壮大，并取代了英资企业，成为香港经济的主体力量。踏入80年代，由于政治前景不明朗等因素的困扰，很多英资大行对香港政治前途信心不足。故此，它们多不愿意将大量资金投放在物业地产一类不动产业务上。英资财阀的裹足却步，反而给这批以港为家并对香港前途较有信心的新崛起华人家族企业，带来了一个千载难逢的扩展机遇。

在我们的访问中，也有受访者向我们表示，英资企业传统上似乎较看低地产业。资深股票市场评论人兼《信报》创办人之一的曹志明便如是说：

> 可以这样说，因为不满“香港会”的情况才有远东交易所的成立。远东交易所成立时，获得本港华资广泛的支持，若没有该交易所，我们不可能看到新鸿基地产、长江实业这些企业了。“香港会”给我的印象是对地产商采取负面的态度，这可能与英国人看轻地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

产商的传统有关，就算现在伦敦从事地产投资的商人，他们的地位亦较从事银行、贸易或金融等业务的商人低。“香港会”这种较看重工业家和做实业商人的传统，我自己也觉很难解释。（*Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History*, 1997）

虽然英国人看轻地产业的说法现时仍无法获得科学的证实，但英资企业无法适应并配合香港经济结构转型而失去发展主动权，并被华资企业后来赶上，甚至取而代之的情况，则已是铁一般的事实。

从另一角度看，这些在70年代中、80年代初大举进军地产业的企业，其后不但证明他们目光锐利、决定准确，并为他们赢来实质的回报，他们的企业大获其利，表现一枝独秀。正是那个前景不明朗的时代，较为进取的华资企业才能急速成长，甚至超越旧有的英资大财团，成为香港经济的新力军。其后，这批在地产市场上获利的新兴财团，更大力开拓其他业务，如通讯科技业、航运业、高科技及物流业等。这些重大的投资举动，除了是因为地产市场已经饱和外，财团有意分散投资风险，也是原因之一。至于因为担忧九七主权易手而将资产及业务“国际化”，也属不容否定的一些原因。不论如何，他们这些多元化的投资方向，同时也标志着香港的经济结构，再次进入转型期。

话说回来，股票市场并非一个“无风无浪、没有起落”的地方，就以1973年下半年的股市风暴为例，其冲击便十分惊人。就以该年的恒生指数为例，便由3月份的1 774.96点，下跌至1975年12月10日的150.11点，跌幅高达九成多，很多根基较弱而借贷过度的企业，更因受不了风浪而先后被逼退出资本主义社会的商业舞台。在我们研究的企业中，只有小部分能够承受股市波动和风险，绝大部分不是在过程中遭其他企业吞并，便是因经营失当或资产大跌等问题而或早或迟地走上了倒闭、破产之路。

这种情况，明确地带出两个重要信息：（一）华人家族企业若能通过股票市场解决其资金不足的问题，企业便能利用资金去扩大生产规模、投人高回报的生意、开发有潜力的市场，从而摆脱“家庭作业”的形象。（二）上市后，企业不能摆脱市场的竞争和风险。事实上，上市后的风险比不上市大，如若企业不能善用由公众人士手中筹集而来的资金，并时刻保持企业家精

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

神去面对不同的挑战，再配合有效管理，企业仍会面对惨遭淘汰的命运。

另一方面，我们同时注意到，如若企业家过于进取，投资过度或负债太重，当遇经营环境逆转而资金无法周转时，也会使企业陷入困境，甚至使公众投资者失去信心而大举抛售股票，使企业资产迅速萎缩。由于企业再集资和再借贷的能力会因股价变动而转变，如果企业表现不好，它的再集资能力必然会被削弱，这样，企业的财政状况也益加困难，直接影响了企业的兴亡存废。这相信是股票市场吊诡之处，也是企业掌舵人需要特别注意的地方。

事实上，在八九十年代，当股票市场又再兴旺之时，上文所论及的那些能渡过难关的家族企业，都相继发行新股，重新吸引公众资金，帮助他们发展新的投资项目，如电讯市场、高科技产品及互联网业务等。俟后，随着业务的拓展，投资风险也逐步获得分散，企业也变得更壮大。当李嘉诚被问到股票市场的功用时，他亦坦然地表示：

> 通过股票市场，我能获得大量资金去发展公司业务……若长江没有上市而单靠私人资本，它的发展肯定受到局限。（黄惠德，1978：61）

时至今日，这些华人家族企业已不再是人们心中所想的规模小、效率低的公司了。相反，他们已发展成跨国集团，也吸纳了很多专业人才，对地区甚至国际市场都有举足轻重的影响。虽然企业的管理模式、结构和规模都有重大转变，但个别家族对企业的绝对性控制权，仍是明显而牢固的。

专业化与公司管治

上市后，大部分华人家族企业都会改变公司的结构模式及管理制度。在没有上市之前，企业全权由家族“话事”，家族成员可能会随自己的兴趣或利益原则来管理公司，他们不需要公开企业的盈亏状况、股权分布、会计账

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

目等资料。但当企业走上公开集资的道路之后，就算家族成员仍是公司的最大股东，并身为公司的“话事人”，他们也不能不定期地向公众汇报企业的表现，并公开其业绩、重要的业务计划、高层人士调动及资金运用等，而政府部门例如证监会(Security and Future Commission)亦会定期核实公司账目，监察企业运作。因此，在理论上而言，当家族企业上市后，管理和运作很自然地会变得更开放、更正规及更有系统。

为了打破华人家族企业传统的负面形象，上市后家族企业也会吸纳更多“外来者”，进入管理阶层及董事局。这种委任专业人才及独立人士的举动，无疑能大大提高企业的公众形象，亦能提升管治的质素。从口述历史的资料中，很多企业家长均表示在他们企业的上层管理人员中，绝大多数并非家族成员。他们还特别强调，现代管理制度所倡议的重视经验、专业以及将表现与升迁挂钩的一套原则，已普遍在他们的企业中应用了。就算我们翻查这些企业的年报，也发现有很多非家族成员进入了董事局或上层管理。

不过，我们同样发现虽然家族企业引入了外来者，但公司主席、行政总裁等关键职位，通常还是由家族中人把持着。换言之，尽管马儿能自由奔驰，缰绳仍紧紧掌握在策马人的手中。这相信是华人家族企业难以摆脱家族控股，完全放手让专业人员管理的其中一个特色。

话说回来，如若家族企业的形象能够得到改善，最终及最大的获益者仍会是家族企业本身。因为一个良好的形象不但能增加投资者对该企业的信心，还能吸引他们购入公司的股票，使公司的股值节节上扬。再者，正面的企业形象也能令公司较易赢得银行的支持，并能得出最有利的偿还条款，特别是当企业急需资金周转来应付收购或反收购的关键时刻，银行的支持合作对公司发展更为重要。

其中一个例子是在20世纪80年代初期，有人认为香港汇丰银行所以在财政上支持包玉刚收购九龙仓以及李嘉诚收购和记黄埔及香港电灯，最重要的原因就是因为二人能有效率地管理生意，并建立起极为良好的形象。这个印象从何而来？就是因为他们的企业已建立起一套开放、可靠及有效率的管治制度和文化。

最后我们还要指出一点，企业欺诈问题最近已变成一个全球关注的焦点。在美国，不少跨国企业如安然能源(Enron Energy Services)、世界通讯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

集团(World Communication Inc.)及房利美物业信贷(Fannie Mae Loans)等都先后传出"造假账、骗股东"的丑闻。为了赚取更高的酬金及更多的利润,由专业人员组成的公司最高层,常常被发现蓄意操控股价及发放虚假企业经营数据欺骗公众投资者,这或者是家族与企业过分分隔的缘故。

但是,在华人家族企业里,这种"穿柜桶"、做假账的近乎偷钱的行为,却较少出现。其一是因为在华人家族企业内,专业的外来者虽然也被吸纳进公司的高层,但他们的权力往往受到监控和制约,因而较难做出"一手遮天、自导自演"的情况。其二则是因为企业乃自己家族的(大部分股权),为何要"左手偷右手的钱"来自毁长城、玷污自己家族的名声呢?

整体而言,公司的拥有权及管理权是互有关联的。由于一个家族拥有控股权,家族的名声和存亡也与企业有着共荣共枯的关系。正因为家族利益与公司利益紧紧结合在一起,身为公司决策者和拥有者的家族成员,便失去了欺骗股东的偷钱诱因。至于员工的诚信,更是华人家族最为注重的聘用条件,因此,我们发现在华人家族企业中,较少发生类似的企业"造账"丑闻,这相信也是华人家族企业的管理与西方专业化管理制度之间的一些重大分野。

结　语

现在,让我们回到文章开首时所讨论的中心问题上。从华人家族企业的发展及股票市场的沿革过程中,我们发现企业受资金供应的影响甚巨。在1969年前,由于资本市场发展并未见成熟,加上上市的门槛太高、运作封闭,大部分中小规模的华人家族企业,均不得其门而入,因而很难取得资金,开拓业务。由是之故,那些有意创业及扩充的企业家,往往只能依靠家人积蓄及亲友借贷,来开办小生意或扩张业务。结果,大多数华人家族企业只能维持在小规模、欠效率、慢发展的层面。

在股票市场发展迅速的70年代,不少华人家族企业看准了那个大好时机,将企业上市。由于企业能获得公众资金的支持,他们才能大展拳脚,一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

展所长。事实上，资金投入较多，投资期较长，回报自然较高。在同样条件下，资金充裕的环境，自然可让家族企业得到进一步扩大的机会，而企业规模扩大及业务多元化，又能提升竞争力，并降低投资及经营风险。如果我们将上市前的家族企业与上市后的企业作一比较对照，我们不难发现资金对企业发展的影响，实在异常突出、明显和巨大。

另外，我们同时注意到，当企业上市后，一方面是由于企业必须接受更严格的法律规范和公众监察，另一方面便是因为企业规模愈来愈大，单靠家族成员已难以应付了，专业管理人才便很自然地被吸纳入管理层，企业的管理机制和营运模式，亦会变得更正规化、专业化和现代化。正因为家族企业在上市后曾经在管理及营运上经历过一连串的改革和调整，他们今天才能摆脱经营欠善、效率欠佳及形象欠妥的负面观点。

资金的来源及供应明显左右着企业的规模、业务的形式及公司的结构。来自股票市场的资金，不但能为华人家族企业的扩展注入源源不绝的能量，使他们迅速成长，同时亦令那些企业的内部结构及管治文化，出现重大的改变，令他们变得更正规、更有系统及更现代化。从这个角度上看，如果我们说股票市场可以推动家族企业起飞，相信是不会有太多人反对的。

最后，我们想指出虽然有很多人对家族企业一词存有负面看法，但我们不应忽视，甚至低估家族企业的源远流长，以及家族成员在企业发展上所发挥的积极作用。正如著名家族企业研究者澳夏勒(W. T. O' Hara)所言：

> 在跨国企业之前，已先有家族企业；在工业革命之前，也已先有家族企业；至于在希腊与罗马帝国的启蒙前，也同样是先有家族企业的。(O' Hara, 2003: vxii)

家族企业既然可以历久不衰，必然有其独特之处，盲目追求现代化管理和组织，要“去家族化”而后快，以至高呼家族成员与企业管治要完全“分家”，有时或会弄巧反拙，值得我们深思。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二十二章

股市兴替与华洋角力

从有关香港股票市场发展的故事中,我们可以十分清晰地看到一个这样的现象:就算香港的人口、社会及经济各方面自 1841 年初至 1968 年底这一个多世纪时间内已经历了翻天覆地的巨变,但股票市场仍和政治制度一样,纹风不动、变化有限,至于英国统治者及商家,则紧紧地控制着这两个重大范畴的核心。

回顾股票市场的发展,我们不难发现华洋资本集团之间,其实曾经因为利益问题进行过连串对垒及竞争。虽然华资商人的经济实力在开埠不久已迅速壮大起来,但因政治上得不到港英政府的支持而每每遭到英资商人的冷待和排挤。事实上,由于英资商人垄断了香港的股票市场,加上与港英政府有着千丝万缕的关系,华资商人一直很难在市场上公开集资,因而窒碍了企业的成长和扩张。正因为失去了运用公众资金壮大实力的机会,华资商人在争取社会资源时一直处于下风,很难和英资商人在一个对等而公平的平台上一较长短。下文且让我们从股票市场起替兴落的过程中,谈谈华洋资本集团之间的相互角力和竞争。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

实 力 悬 殊

开埠初期,由于英资商贾凭着本身与港英政府同声同气、相互纠缠的关系,垄断了香港主要的经济资源及商业利益,小本经营而财力薄弱的华资商人,自然难以望其项背,不但政治上遭到歧视和压榨,经济上同样受到排挤和冷待,沦为商业上的"二等公民",很难在主流经济体系内有所作为。

虽然华资企业在主要的政治、经济及商业层面上面对着极不公平的待遇,但他们立足香港、联系内地的中介角色,则并非西欧商贾所能比拟和替代。正因为华资企业拥有某种绝对性的竞争优势,他们早在 19 世纪 70 年代起已逐渐形式一股实实在在的重要力量,左右着香港经济和贸易的发展。

随着土地及资源的增加,华人聚居人口也直线上升,至于华人社会的实力也日渐壮大。由于香港地少山多,加上中环、上环及半山等重要地区已为英商占据,华人可以选择居住的地方着实不多,形成一种寸土尺金、租金昂贵的格局。19 世纪七八十年代,部分从贸易中获利并"先富起来"的华人、华商,便看到土地匮乏的症结,争相搜购土地、物业,形成物业价格只升不跌的现象。

由于当时华人社区居住密度过高,加上排污系统欠佳,卫生环境极为恶劣。为防疫症传播,港英政府计划强制性清拆那些不合卫生或违反安全规例的楼宇。当计划仍在政府内部酝酿时,华人社区全不知情,但英资商贾则因与政府关系密切而早收风声。他们看到华人"求楼若渴"的心态,在消息还没公布前炒高楼市,并乘机将手上物业转售华资商人。到消息公布时,华人社会大为震惊,并争相抛售手上物业,使楼宇价格应声急挫,至于曾经参与买卖的华资商人,则蒙受了巨大的损失(林友兰,1980)。事件暴露出一个极为重要的现实:华洋资本之间存在着不同层次及不同程度的竞争和角力,至于缺乏政治后台的华资商人,却处于极不对等及极不公平的竞争环境之下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

垄断股市

股票市场的发展和演变，正好说明了没有政治后台的华资商人如何面对这种不公平的竞争困境。开埠不久，当西欧商贾以“集腋成裘”的方式向社会大众筹集资金，用作发展银行、船队、码头、货仓及基础建设等企业时，华资商人则只能靠一己（家）积蓄，维持小规模、小利润的经营格局。就算他们明白到以股票换取资金的融资模式有可为，往往也因股票市场不开放、没有政治及商业后台而难以一展抱负。正因如此，在19世纪90年代前，华资商人一直没法利用股票市场的优势，利用上市集资的方式来拓展业务。

香港股票经纪会的创立，既标志着香港股票市场正逐步走向规范化，也说明华资商人——尤其股票经纪——被排除在主流金融体系之外的事实。举例说，在该会的会章规则中，便清楚地写明只有英籍商人才有资格加入成为正规会员（陈向元，1932）。由于英资商贾控制了整个股票市场，华人很难从事股票经纪业务，就算有华资商贾希望参与股票买卖，很多时也显得被动和不受重视，影响力极为微弱。

香港股票经纪会（1914年易名香港股份总会）的一会独大，自然引来其他经纪的不满和抗争。一直到20世纪20年代——即香港股份总会成立30年后，才有经纪打破传统的樊篱和限制，成立另一家经纪会——香港证券经纪协会，与香港股份总会直接竞争。在这家新成立的经纪会中，华资经纪的数目明显增加，至于华人、华商参与买卖的比率也有一定提升。虽则如此，一直为英商巨贾所盘踞的香港股份总会，仍占据着市场的领导地位，而华资经纪则仍旧人微言轻、地位不显。

随着经济及贸易的发展，华人人口及社会力量也急速地膨胀起来。虽然华人人口占有香港总人口的九成多，并在很多经济领域取得巨大而显著的成就，但他们在股票市场的声音，则一如政治层面的参与一样，显得既微弱又极不相称，很难与英资企业或经纪有直接、对等而公平的竞争。

到了20世纪三四十年代，部分华人精英已逐渐摆脱英资商贾的垄断局

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

面，并在银行、航运、地产和百货等行业取得骄人成绩。一些响当当的华资企业如东亚银行、中华娱乐、华人置业、中华巴士、广生行及亚洲航业等，已因实力日渐壮大而成功地取得"上市"地位，成为香港股份总会内可供买卖的股份。虽则如此，直到香港沦陷前，英商企业及经纪仍牢牢固固地控制着香港的股票市场，而作为香港社会主体力量的华资企业及经纪，仍然占着一个较不起眼的位置。

战后重组

日占期间，由于股票市场全面停顿，华洋企业及经纪同样遭到日军的搜掠和破坏。重光后，以香港股份总会为主导的股票市场，也在社会及经济秩序安定下来之后正式恢复交易。有鉴于战后经济元气未复，而股票交投量又疲弱不振，战前并存的两家股票经纪会乃在政府暗中安排下合而为一，并重新命名为香港证券交易所(简称"香港会")，进入垄断经营的年代。

在"香港会"一会独大的环境下，华资企业和华人经纪仍然没法取得对等而公平的待遇。在上市企业方面，英资企业无论在数目及资本额上均占有绝对优势，华资企业只占有一个很小的比例，完全不符合当时的社会及经济现实。在股票经纪方面，英资经纪同样在数量和角色上主导着"香港会"的运作，而华资经纪则在势孤力弱的情况下，"敬陪末座"。事实上，就算部分华资经纪已极为西化，举止谈吐、工作处事以至生活习惯各方面均已和西欧商贾没有差别，但他们仍会受到某种程度的排挤和歧视。

日军投降后，中国及香港均出现巨大的转变，令华洋之间的竞争条件产生了本质上的变化。由于共产党取得大陆的政权，国民党政府被逼退守台湾，而部分对共产党存有戒心和恐惧的人，便选择退往台湾或迁居香港，形成一次历史上少见的人才、资金、设备和企业等的"大迁移"。对于香港而言，这次大规模的"迁移"，不仅为社会带来沉重的负担，同时也为经济发展带来千载难逢的机遇，让她日后脱胎换骨、振翅高飞。

共产党统一大陆不久，便因卷入朝鲜半岛的战争而与美国兵戎相见，并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

引来“联合国”的“贸易禁运”。对于依赖转口贸易长达一个多世纪的香港而言，转口贸易的突然终止，无异于坠进万丈深渊。就在港英政府束手无策之际，那些从大陆涌入的移民——当中又以上海企业家最为突出——则凭着本身肯捱敢拼的工作精神，再结合一些资金、机械设备和国际商业网络，默默地开展一场“自食其力、自力更生”的运动，并出人意表地扭转逆境，将一个贸易转口港打造成一个高度工业化的现代城市。

在这个由转口贸易港蜕变成工业都市的重要转接过程中，华人、华商的地位和角色，再次鲜明地突显出来。经济发展带来了财富，财富的积累又衍生投资。由于这次工业化由华人、华商“一手包办”，财富的积存和投资的需求也主要集中于华人社会。可是，英国统治者仍紧紧地控制着香港重要的政治、经济及社会资源，使华人社会极为不满。就以股票市场为例，虽然华资企业数目众多，但真正可以“上市”的，则寥寥可数。就算华人希望借买卖股票作投资，也受到诸多限制。可以这样说，到了 20 世纪 60 年代，华人、华商仍一如既往地被排除在股票市场的门外。

打 破 垄 断

1966 年及 1967 年的暴动源头，虽然来自大陆的政治运动，但港英政府漠视普罗市民的需要，施政上未能配合时代步伐，并牢牢地控制社会重要资源的做法，同样备受批评。老实说，经历过 1967 年的巨大社会震荡后，港英政府的施政的确有了重大的调整，一方面提出在教育、房屋、医疗和社会福利方面的变革，另一方面则减少向英资商贾的倾斜。就以股票市场为例，当部分遭到“香港会”排挤的华资商人计划在 1969 年成立自己的证券交易所时，政府并没阻挠，并按法例的规定批准申请，结束了“香港会”一会独大的局面。

远东交易所(简称“远东会”)的成功创立，既反映出华资商贾在这场一个多世纪的“华洋竞夺赛”中首度突围，也暗示英资财团已失去了经济发展的主动权，至于金银证券交易所(简称“金银会”)及九龙证券交易所(简称

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

“九龙会”)的相继诞生,更为股票市场带来连串金融创新,使股票买卖变得愈来愈开放,也愈来愈普及,令一向备受排挤和抑压的华资企业,得尝吸纳公众资金拓展业务的滋味,使他们的企业迅速地崛兴和壮大起来。

虽然开放不久的股票市场很快便遇上大崩溃的灾难,但华资企业和华资经纪的日渐壮大,与英资企业及英资经纪的逐步滑落,却形成了此长彼消的强烈对比,并改写了过往极不对等及极不公平的竞争格局。到了70年代末80年代初,羽翼已丰的华资经纪已主导着香港的股票市场,至于华资企业甚至策动过一浪接一浪的收购合并行动,而那些遭到收购吞并的对象,更是长期占据香港经济有利位置的老牌英资商行,显示华洋资本之间的竞争和角力,已进入峰回路转的新阶段。

同样是在70年代末80年代初,闭起国门接近30年的中国大陆,终于宣布放下历史包袱,推行改革开放的经济政策,至于血脉相连的香港,则成为国家学习的重点及主要的招揽对象。在这项重大政策的影响下,扎根香港并拥有一定实力的华资企业和华资经纪,明显更能发挥本身沟通中外、联系东西的优势,并将英资企业和英资经纪比了下去,使华洋资本间的竞争和角力,添加新的变数。

与此同时,以邓小平为首的中国政府更公开宣布将会在1997年收回香港主权,使香港的政治环境产生了翻天覆地的转变。对于英资企业而言,支持他们独霸香港主要经济资源及商业利益的后台,是港英政府。如若殖民统治结束,他们长久以来享受的特权,也会随之而消失殆尽,真正回到自由市场、公平竞争的基点上。明显地,这个历史性的重大政治转变,不但决定了香港的命运,也给英资企业的发展带来了巨大的冲击。

重掌主动

就在中、英两国达成有关香港回归安排的协议不久,4家交易所宣布合并,组成香港联合交易所,使香港的股票市场重回一会独大的时期。所谓时移势易,这次掌控整个合并,并带领香港股票市场向前迈进的,并非英资企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

业及英资经纪，而是人多势众的华资企业及华资经纪，英资经纪垄断香港股票市场的时代，明显已是一去不返了。

面对主权快将转移的政治现实，部分英资企业因担忧九七问题而宣布将企业迁册别地，淡出香港，至于大部分华资企业则因看好中国的开放改革及香港的经济前景而步步进逼，争取机会拓展业务。结果，在一场人弃我取、你退我进的商业竞争过程中，华资企业迅速取代了英资企业，成为香港经济、商业及股票市场的主体力量。

回头看，在过往一个半世纪的历史里，华洋资本集团之间虽然曾经有过不少互相合作、互相依赖的例子，但彼此各为利益而相互争夺及角力的情况，同样极为普遍和显著。股票市场是资本主义社会的企业竞技场，在这个竞技场上，我们除了可以看到弱肉强食、成王败寇的“厮杀”外，更能清楚地看到华洋资本“利益集团”之间的公开争夺和暗中较劲。

结　语

从历史发展的角度看，股票市场曲折的发展过程，不但反映了香港社会的蜕变，更突显了华洋资本之间各为利益而相互竞争、彼此角力的一些痕迹。由于香港的历史曲折、发展特殊，少数英资商贾在开埠初期已以殖民地统治者的姿态，垄断了香港的重要经济资源及商业利益，而本地华资商贾反而受到排挤和冷待，形成一种畸形的状态。

时移势易，随着殖民地时代的结束，本地华资商贾实力的不断壮大，以及中国综合国力的逐步冒升，本地资本终于重新掌握了香港经济的主导权，而香港的股票市场，则在各方资金汇集、制度完备、信息流通及市场进出自由等条件的支持下，迅速发展成位居前列的国际性股票市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二十三章

股票市场与政商关系

探索香港股票市场发展的历史，就像阅读一部介绍香港金融、经济及社会演变的综合著作，而政商关系，则是其中一个重要章节。众所周知，英国政府不惜出动庞大舰队攻打中国并占领香港的其中一个理由，是顺应英资商人的要求，在中国建立贸易据点，倾销英国的工业制品，可见政府与商人之间实在有着十分紧密的利益关系。

然而，从历史的角度看，政商之间的关系实非一成不变或没有矛盾的。在某个层面上，商人和政府明显有着共同利益，但在另一个层面上却有着巨大的分歧和冲突。可以这样说，当政府任由市场自由发展，“不阻商人发达”时，政商关系一般较为和谐，反之则矛盾骤起，关系紧张。

一般而言，市场自由空间的多少，与政府的干预程度成反比。政府干预程度的强弱，又与政商关系的好坏成反比。也即是说，如果政府的干预少，市场的自由度便会较大；如果自由度较大，做生意的限制便会较少，而政商之间的矛盾和争拗也会较少。从这个角度看，股票市场可说是“自由市场”的重要象征。它的兴衰起落，清晰地反映出自由市场的转变及政商关系的纠缠。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

依商怕商

香港开埠，港英政府立即高举自由贸易的旗帜，并将香港定位为“自由港”。在这个框架下，不论是中外居民、东西货物或各种资金，均可在香港自由进出，不受限制。至于股票市场的建立，也奉自由市场为圭臬，任其“自生自灭”。也即是说，除了维持基本的行政及社会治安外，政府原则上不会插手市场的自由运作和发展。

所谓“自由市场”，其实并不表示没有规管。事实上，如果只强调个人的自主和自律，私人利益的追逐，最终必然危及公众利益，因此政府的介入，很多时便无可避免。可是，当政府介入时，既得利益集团便会因利益受损而大肆攻击政府，指其违背“自由市场”的原则，要求减少干预。从股票市场发展的历史上，我们便可以十分清楚地看到“自由”与“干预”的增减，如何影响商人与政府之间时敌时友、既分且合的纠缠互动关系。

开埠初期，由于殖民地政府主要的财政收入来自企业征税及土地拍卖，加上经济及基础建设上需要商人的投资，故对商人言听计从、千依百顺，不但吸纳部分商人精英为立法局议员，小部分更被挑选入政府的管治核心——行政局，政商关系极为密切。在这种宽松而自由的环境下，英资商贾很多时均能争取到最有利企业发展的条件和利益。

随着金融、商业、经济及社会的逐步发展，殖民地政府发现毫无节制的商业行为，往往会破坏整体社会秩序和公众利益，影响政府的有效管治，因而在吸纳商人精英及维持自由市场的同时，也作出了有限度的规管，而1865年通过的首部约束商业行为的法例——《公司法》，则是当时对商人又爱又恨的政府所能作出最大限度的规管，也是香港商业制度逐步建立起来的基石。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

以商制商

随着社会的日渐复杂，商业利益与政府管治之间的矛盾也日渐变得突出和尖锐，至于商人在股票市场上各为利益角力，又使政商关系变得愈加复杂。香港历史上首次大规模股灾(1890年)后，部分商人便倡议以立法手段来抑制某些商人——尤其是股票经纪——的炒卖活动，但是，这种举动却引来既得利益集团的强烈反对，弄致满城风雨。

在这次应否立法"约束商业行为"的争议中，支持立法的商人与反对立法的商人，为着各自的利益而针锋相对、相互攻击，为了争取支持、打击对方，他们除了在香港的立法局上展开激烈争辩外，还在各大报章上发表各种各样的评论，争取社会支持，有些甚至将争论带到英国，引起英国朝野上下的关注。

在这次事件上，政府认定有少数商人或从业者破坏市场秩序，并认为应该立法约束市场行为，但是，由于那些商人及经纪在社会上深具影响力，因而不敢直接出面干涉。因为支持立法和反对立法的商人壁垒分明，政府乘机改用"以商制商"政策，即吸纳并支持那些与政府立场一致的商人，并利用他们去打击那些与政府意见相反的商人。

在这个全新思维的指导下，政府乘势借"亲政府"商人立法局议员之手，提出私人法案，规管股票市场的投机和炒卖。虽然行动引起"反政府"商人立法局议员及既得利益团体的强烈不满，但草案最终获三读通过，成为正式法例，为市场的规范和制度化迈出重要一步。但是，在部分商人看来，政府的行动的确"收窄"了股票市场的自由空间。

经过这次激烈的争拗后，部分商人与政府的关系变得颇为紧张，但部分则与政府变得如胶似漆、关系紧密。对于政府而言，有了这个"以商制商"的经验后，日后在争取商人支持及约束商人行为的问题上，便多了一道"王牌"。不过，由于商人之间的关系也极为复杂，政府在平衡各方利益、争取合作对象时，也显得战战兢兢、小心翼翼。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

直至 20 世纪 20 年代，由于香港股份总会垄断了香港的股票市场，令部分不得其门而入的商人感到不满。虽然那些遭到排挤的商人多次向政府“投诉”，但政府却以“不干预市场自由活动”而拒绝处理。结果，那些遭到排挤的商人乃成立各自的经纪会，令股票交易所的数目迅速由 1 家上升至 3 家，形成一种独特的市场现象。虽则如此，政府并没有如 70 年代初交易所数目同样暴增时以“一个细小的殖民地难以容纳这么多交易所”为由，作出直接的交涉，显示当时的政府仍奉“以商制商”的原则为圭臬，不敢贸然破坏不同商人团体与政府之间的“势力平衡”。

1925 年省港大罢工期间股票市场停市数月的举动，曾经引起社会极大的回响。针对社会上的不满声音，港督特别下令当时的布政司施勋成立调查委员会，深入调查股票市场的经营和运作，看看是否有人操纵舞弊，破坏市场秩序。但是，为了要平衡不同商人之间的利益，调查委员会的组成，则要照顾各个团体的利益而委任了不同组织的代表。

经过数月的调查后，施勋发表报告。一如所料，由于政府的重点在于平衡商人间的利益，并须吸纳更多资金留港建设大罢工后的经济，故报告的字里行间虽然指出市场上有人炒作操纵，但却没有说明责任谁负，至于政策建议一项，更多以交易所自定规则、约束会员为主，将政府直接干预的部分减至最少。明显地，由于政府对商人有所避忌，并不欲破坏彼此间的关系，因而高举“让商人自律”的旗帜，不加干预。

自大罢工结束至日军侵占香港这十多年时间内，政府一如既往地奉行“以商制商”的政策，并以柔性方法游说 3 个股票交易所采纳施勋报告书中的建议，借限制会员资格约束市场的买卖。事实上，由于市场内部存在着激烈的竞争，加上政府有效地运用了“以商制商”的策略，政商之间的关系基本上保持稳定。

日占时期，由于日本军政府实行军法统治，市场自由不再，一切商业活动均受到严格管制，股票买卖亦戛然而止。在这段黑暗时期，就算商人对日占政府有何不满，也只能是敢怒而不敢言地藏于心底，任由日军政府宰割。也即是说，政商之间基本上已完全失去了过去的互动和互信。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

再度依商

重光后的百废待举，是香港经济极为低迷的时期。针对当时金融及股票市场的紊乱和困境，仍然实施军法统治的港英政府理论上虽有权直接干预，甚至可以单方面决定市场的存废和去留，但因需争取商人投资，借以推动经济及社会的建设，故采用较为宽松的“重商依商”政策，一方面对股票市场的黑市买卖“一只眼开一只眼闭”，另一方面则接纳商人的要求，尽快重开股市。结果，当社会秩序稍为安定下来后，政府便宣布让股票市场复业。除此之外，政府甚至暗中推动战前并存的两家交易所合并，让他们垄断了整个股票市场。

20世纪50年代初，受联合国对中国政府实施贸易禁运的打击，香港的转口贸易急速下滑。由于当时香港的人口已急速增加至200多万，经济突然萎缩自然给政府带来了巨大的压力。面对这个困局，政府再次拿出“重商依商”的政策，不但不干预市场的运作，还对商人的诸多要求——例如在新界地方以廉价出售土地给商人搭建厂房等——有求必应。正因为政策宽松，政商关系也相对谐和，而香港的经济也迅速地发展起来。

60年代中的大暴动曾经一度令香港的社会、经济及股市陷入谷底。有见及此，港英政府继续过往的“依商重商”政策，在一个相对宽松自由的环境下，商人的积极打拼的确令香港的经济迅速在60年代末复苏，使商业活动变得活跃。由于英资商贾一直垄断了香港的股票市场，在工业化过程中崛起的华资商贾便因被排拒在股票市场之外而提出“另起炉灶”的要求。一如二三十年代，为了平衡不同商人的利益，政府再次转向“以商制商”，并以尊重市场自由规律为由批准了新交易所的成立，打破了过往垄断的局面。

之后，交易所的数目在短期内急速地由1家增加至4家，甚至出现“陆续有来”的趋势，政府才以维持市场秩序为由而急急作出干预，立法阻止了其他新交易所的成立。虽然行动受到部分商人的不满和挑战，认为政府干预自由市场，但总算停止了交易所愈开愈多的风气。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

限商抑商

1973年的股灾既成为学术界经常引为市场“失灵”的例子，亦成为政府收紧股市活动空间的切入点。针对这次股灾，政府趁市场人心慌乱之时在1974年颁布新的《证券条例》，进一步规范商人、股票经纪及公众投资者的行为，令香港股票市场朝着公开、合理和制度化的方向前进。由于社会对市场过度炒作带来的“破坏”记忆犹新，政府的干预和规管行动并没有招来商人及社会人士太大的反对，这是过往甚少出现的情况(Schenk, 2004)。

虽然股灾后的立法顺利通过，但政府对规管的程度却有不同的看法。举例说，就70年代四会鼎立的情况，政府虽然觉得太多的竞争会降低企业的素质，希望4家交易所合而为一，但又不敢硬性要求业界服从，违背“自由市场”承诺。正因为政府不敢过分干预，四会合并事宜拖上了十多年的时间，一直到1986年才能完成，较1947年的两会合并计划明显漫长得多，也复杂得多。

成立不久的联合交易所在1987年10月即遇上股灾，并因管理层处理失当而招来各方的强烈批评。由于当时的舆论在批评交易所管理私相授受和利益输送的同时，也抨击相关的政府部门，指其监管不力，政府乃迅速成立独立调查委员会，调查市场的运作。俟后，虽然有部分交易所管理层遭到监控，但真正能够“拨乱反正”的，则是那个《戴维森报告书》。为了打击市场中私相授受的行为，政府巧妙地利用了调查报告书中的建议，增强“限商抑商”的力度，进一步收窄市场的“灰色地带”(Schenk, 2004)。

由于政府以股灾为借口而加强规管，商人开始作出反应，并多番批评政府过分监管，影响自由市场的运作。举例说，身兼商人银行(怡富投资)主管及联合交易所理事的史密夫(A. H. Smith)，在某次接受记者访问时，便清楚地表达商人对政府干预政策的忧虑。他说：

> 政府不干预政策是香港成功的因素之一，惟现时则有迹象趋向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

较多的监管……当其他国家正趋向放宽监管的时候，香港则趋向较多的干预、监管。我认为香港不应放弃不干预及最低程度监管的传统，因为(这种制度)过去一直运作良好……一种不断加强监管的环境，实在是令人关注的。(《投资周刊》,1989 年 4 月 17 日)

虽然有部分商人认为股灾只属自由市场的短期波动，反对当局过分插手，但政府则以维护公众利益为由，干预市场的运作，借以扭转小撮商人操控市场的不公平现象。事实上，吸取了 1973 年及 1987 年股灾的教训后，政府已认识到金融、经济、社会及股票市场的关系环环相扣，并已变得愈来愈复杂，若不提升监察和规管的水平，当股票市场出现问题时，不但金融系统会受到冲击，经济及社会的稳定也会受到影响。正因如此，政府便以平衡各方利益为由，减少向商界的过度倾斜，强化了本身监察和规管的角色。

在一个奉自由市场为圭臬的社会，当股票市场顺风顺水时，政府实在很难找到干预的理由。这是不难理解的，因为市场运作良好而大家相安无事时，政府根本没有借口或理据去干预投资者的自由决定，或是改变市场的运作规律。否则，政府便需要承担很大的风险，举例说，如果干预行动导致市场气氛逆转，商人很容易会将责任归咎政府，认为是政府的干预破坏了自由市场的调节和秩序。其次，在市场运作良好之际，如果政府推行新政策，市场的抗拒力一般也会较大。因此，在无风无浪时，政府一般不会主动干预。

但是，当市场出现乱局如发生股灾或有人操控造势时，政府便有了干预的理据和时机。一般而言，当市场处于紊乱不安的低潮期，政府干预的风险也会相对地降低。另一方面，由于市场秩序纷乱，社会普遍也会渴求有人主持“公道”，甚至欢迎政府的干预，就算干预的力度较大、措施较苛，商人的反抗力量也会较弱，甚至对干预的举动不敢太过计较，而这恰恰正是每逢股灾之后便出现干预，而干预往往又能奏效的原因所在。

到了 1997 年 7 月 2 日，特区政府刚刚成立，“外资大鳄”(国际对冲基金)便因看准香港自由市场及联系汇率的弱点而冲击香港的金融及股票市场，引起市场巨大波动。为了维持汇率及市场的稳定，政府不惜背负干预自由市场的恶名，动用庞大的外汇基金与外资大鳄“对赌”。结果，政府虽然成功击退了外资大鳄，但“干预自由市场”的负面形象则抹之不去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

结 语

从股票市场发展的历史上看，我们不难发现自由市场其实不是“万试万灵”的。有时它能发挥一定作用，有时则完全失去作用。当市场如常运作时，很多人——包括政府——都乐观其成。但是，当市场“失灵”时，如若政府不当机立断地担当起不偏不倚的“裁判”角色，整体社会显然会面对灾难性的后果。可以这样说，政府在每次股灾后坚持干预原则——或是通过成立调查委员会，或是通过修改法例——借以抑制破坏市场秩序行为的做法，其实是很有必要的。正因为每次股灾之后政府均能恰当地作出干预，抑制不良投资行为，香港股票市场的秩序，才能逐步恢复，而相关的制度，才能变得更为完备。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二十四章

股票市场与金融制度

一谈到香港国际金融中心的地位，很多人会很自然地联想到极为活跃的股票市场。如果说金融是现代经济的核心，那么说股票市场是金融的核心，相信不会有很多人反对。事实上，香港从一个细小而荒芜的小岛，发展成今日的世界第三大股票市场，过程的曲折和多变，实在并非三言两语可以说得明白，至于深入而系统地去分析金融资本主义制度在香港扎根的始末，肯定可以填补历史上的空白，为相关的研究提供一个讨论的平台。

由于金融制度乃经济制度的核心，它建立的过程自然较为复杂，至于相关的门槛和条件也相对较高。以香港这样一个既没天然资源又不处于世界政治及经济核心的地方，而能跨过重重门槛，建立起完善的金融制度，并发展成举世闻名的国际性金融中心，港英政府及香港人共同作出的努力虽然极为关键，但亦不能否定近代中国政局跌宕、社会不安为香港“造就”的连串重大发展机会。下文且让我们由历史的角度谈谈香港金融资本主义的发展历程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金融资本主义制度的缘起

从香港股票市场的创立、变革以至日趋成熟的历史中，我们不但可以若隐若现地看到香港商业和社会的演进、政商关系的纠缠以及华洋资本的角力，还能粗略地窥探金融资本主义制度移植香港，并逐渐扎根、成长和壮大的过程。相对于欧洲的英国、荷兰、法国及瑞士等地，香港金融化的缘起、历程和目标虽然不尽相同，但她所取得的成就，则一点也不比欧洲各国逊色。

根据金融历史学家尼尔(L. Neal)的分析，欧洲金融资本主义的缘起，有两个主要的可能性：其一是战争的衍生物，其二是跨国贸易的结果。早在16世纪，欧洲哈布斯堡尼德兰帝国(Habsburg Netherlands)为鼓励士兵外出征战而设立"终生年金"(life annuities)，并规定这些终生年金长期有效(perpetual)、可以自由兑换(redeemable)、可以承继(inheritable)及可以自由转让(transferable)。正因终生年金具有这些特性，后来便出现专供其转售及买卖的市场。不过，可能因为回报及接受程度有限，转售市场颇有局限。

同样是在16世纪，欧洲一些庞大的跨国企业如东印度公司(East India Company)或后来的皇家非洲公司(Royal African Company)等已从出入口商人拿汇票(bill of exchange)向银行借贷集资的方法中，想出更为便利筹集资金的方法。当年的东印度公司董事局，将该公司的启动资本(initial investment)转成永久性的股本基金(permanent capital fund)，并将那些股本基金转售某些与企业有一定关系的人，至于转售条件则清楚说明这种基金不能转换成普通股本，因而没有影响公司管理和决策的权利，但却享有一定的股息(dividend)，并且可以自由转让。由于当时派发的股息稳定而可观，转售时颇受投资者欢迎，使其他企业争相仿效，形成发行股票、买卖股票的潮流。之后，随着海外殖民地及远洋贸易的逐步发展，这种用发行股本基金筹集资金的方法，也陆续向欧洲以外地区传播开去(Neal, 1990)。

欧洲人这种借发行永久股本基金而筹集资金的方法，在今天看来虽然很简单，但在当年而言，则是一种划时代的金融创新(financial innovation)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

随着英国军队占据香港,英资商贾在开发香港的商业及经济时,也引入了这种向社会公众筹集资金来协助自己拓展业务的方式,将某些大型企业的"股本"当作"货物"公开发售,使西方世界的金融资本主义制度逐渐在东方社会生下根来。

移植香港初期的调适

一如所料,由于本地的相关法规未有配合,以发行股票作为融资手段的金融制度移植香港初期,曾经在1890年出现像欧洲18世纪时期南海泡沫(South Sea Bubble)及密西西比泡沫(Mississippi Bubble)般的过度炒作,并一度令股民如醉如痴,误以为香港遍地黄金,一朝可以发达。到了泡沫爆破后,投资者才恍然大悟,并在慌张抛售股票的过程中引起了金融危机,令政府及投资者极为忧虑。面对这次金融危机,政府便针对性地订立了规管股票买卖的法律,为金融制度的本地化迈出重要的一步。

众所周知,法律不可能巨细无遗地规范所有投资行为。金融或股票市场的秩序一方面要靠投资者道德和良知的规范,另一方面则要靠同业组织如商会、工会等的制约。当股票买卖的活动日渐在香港流行起来后,个别股票经纪早在19世纪70年代已自发地组成同业商会——股票经纪会,开同业相互约束及扶助的风气之先。可惜,不知何故,该会创立不久又突然宣布解散,令行业失去了相互制约的力量。

首次股市风暴后的倡议立法,令那些不愿看到"政府干预市场"的商人及股票经纪急急组成了同业商会(香港股票经纪会,即日后的交易所),一方面希望以集体的力量阻挠政府的立法,另一方面则借"业内自律"作号召,指出"市场自律"才是最有效改善市场秩序的办法。虽然香港股票经纪会最终没法阻止政府的决定,但以同业商会约束会员操守的做法则为政府所认同。

交易所概念开始运作后,市场的秩序有了很大的转变。由于经纪协会对会员(经纪)有一定规限和监察,会员的经营手法也变得较为"循规蹈矩",而投资者对市场的信心也有显著的提升。同业商会约束会员行为的做法,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

既然赢得投资者的信心，会员的业务也有很大的改善。

一般而言，随着业务的改善，经纪的盈利也会相对上升。在资本主义社会，某行业相对较高的盈利自然会吸引其他竞争者加入。当竞争者要求加入交易所时，原本的会员自然会因为害怕利益被分薄而拒绝接受，从而形成垄断经营的局面。在一个奉自由贸易及自由市场为圭臬的社会，不得其门而入的经纪顺理成章地组成了各自的商会（交易所），实行各有各做，相互竞争。

自 20 世纪 20 年代起，虽然交易所的数目由 1 家增加至 3 家，但会员经纪则绝大多数仍为西欧商人，上市企业也绝大部分属英国资本，至于香港经济及社会的主体力量——华资企业及华人——则鲜能直接参与。也即是说，以发行股票作为筹集资本的金融制度虽然成功地移植到香港，但英资巨贾却始终控制了整个市场的运作，拒绝进一步向社会大众开放，令金融制度的本地化和普及化过程受到很大的窒碍。

直至在 20 世纪 60 年代前，虽然金融制度移植香港的时间已长达一个多世纪，但本地化的步伐仍极为缓慢，程度也极低。正如前述，出现这个现象的最主要原因，是英资商贾一直紧紧地控制了交易所的运作，并垄断了企业的上市及股票的买卖，将经济的主体力量——普罗市民——排除在自由市场的门外。由于市场只向以英商巨贾为主导的上流社会开放，企业上市的数目、股票交易的金额及公众参与买卖的程度等，均没有重大的突破，令 20 世纪 60 年代前的香港股票市场发展裹足不前。

迅速崛起的年代

60 年代末，传统由英商巨贾所垄断的股票市场终于被一班新崛起的华资商贾所打破，并在连串划时代金融创新和变革的带动下，令股票市场迅速壮大起来。由于一向备受压抑的华资企业能够顺利上市，加上普罗市民的投资需求得到有效的疏导，股票买卖终于变成了“家常便饭”，连一般“师奶”（家庭主妇）也可随意买卖。至于那些重大的金融创新方式如买卖手续简单

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

化、交易语言中文化、投资信息普及化、企业组合多元化及投资文化平民化等等,则为金融制度的真正本地化奠下了重大基础。

金融制度的突然开放曾经令一些被拒诸门外的中、外投资者极为雀跃,并忘我地投入买卖、炒作的行列。由于垄断年代的市场参与者大多为英商巨贾,政府较为依赖交易所的自我约束,直接规管不多,市场的自由空间极大。可是,自从市场突然开放后,过大的自由空间反而给市场带来较大的风险。举例说,由于交易所质素良莠不齐,欠缺法规制约的市场反而给个别投机者可乘之机,因为追逐一己利益而破坏了市场的秩序,给市场带来不稳定的因素。

从金融制度规范化、本地化和国际化的历程看,1973 年相信是极为关键的一年。就在这一年,过度炒作以悲剧告终,泡沫化为股灾,令很多投资者损失惨重,至于整个金融体系则在企业倒闭及个人破产等如潮涌现而亮起了红灯。事后看来,这场股灾不但让公众投资者学晓正确的投资态度和投资文化,日后的相关立法,更为企业上市、股票买卖和收购合并等定下更为清晰和更适合香港的规则和指引,至于周边的金融服务业如法律、会计、核数、商人银行及公司秘书服务等,也在股灾洗礼后变得更有质素、更专业和更能配合时代的步伐。

迈向国际化的历程

70 年代中期开始的经济及股市低迷,既考验了香港经济的承受能力,也让一些企业了解到自由市场的现实。七八十年代之间的市场整固及企业重组可说是一场汰弱留强的竞赛。在那场考验企业实力的耐力赛中,经营不善、管理无方的企业自然遭到淘汰,至于进退得时、营运得道的企业则得以保存实力、继续发展。正是这个汰弱留强的清洗过程,香港股票市场的综合竞争力——即企业素质、投资文化、管理制度等,才有显著而巨大的提升。

70 年代末、80 年代初,刚展开改革开放步伐的中国政府终于向全世界宣布会在 1997 年收回香港主权。这个重大的决定,不但惊动了英国政府,也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

令全世界华人感到意外。就在中、英两国进行连串主权移交的谈判过程中，香港的政治、经济及社会环境出现了方向性的转变，至于金融及股票市场也在不同资本集团进进退退的过程中产生了微妙变化。

面对中国大陆开放改革及经济高速成长的千载难逢机遇，香港的企业及金融市场也迅速作出了有效的调整和适应，并充分发挥了本身作为地区性金融中心的角色和功能，在协助国家吸纳外资、改革企业及发展经济的同时，又招揽国际金融机构来港投资，甚至引领他们开拓中国庞大的市场，巩固并强化香港在国际金融市场上的领导地位。

到了 1986 年 4 月，经过漫长协商和讨论后，原本“各自为政”的 4 家交易所最终达成协议，正式合并为一家综合的交易所——香港联合交易所。虽然交易所的管理和经营由相互竞争走向垄断，但市场的活动空间则没有因而受到影响，至于划一的企业上市程序及股票买卖规则，则大大地提升了香港金融市场在国际上的综合竞争力，使香港一跃而为亚洲区内举足轻重的融资市场。

四会合并不久，香港即遇上另一场巨大的股市风暴。与 1973 年的股灾不同，由于这次出现明显的“技术犯规”，港英政府特别成立调查小组，希望深入了解市场的运作，从而建立相应的监管机制。经过多年时间调查后发表的《戴维森报告书》，提出了连串重大而影响深远的法制改革，一方面强化政府及社会大众的监察，另一方面则提升了上市企业的素质，进一步完善了香港的金融制度，使香港日后可以冲出亚洲，走向世界。

随着中国改革开放政策的进一步落实及总体经济的持续增长，中资及国有企业的实力也与日俱增。为了让中资及国有企业获得吸纳资金、发展业务的机会，香港的股票市场再次发挥了区域性金融中心的角色和功能，在引领中资及国有企业来港上市之余，又提升了本身的综合竞争力，进一步确立了本身金融资本主义社会的地位。

就在香港回归后的翌日(即 1997 年 7 月 2 日)，泰国爆发金融危机，并迅即发展成席卷亚洲的金融风暴。作为一个开放型的国际性金融中心，香港也无法独善其身。事实上，由于港元自 80 年代起与美元挂钩，并实施固定汇率制度，国际对冲基金(俗称“外资大鳄”)便看准了这个弱点，疯狂地狙击港元，希望借冲垮港元联系汇率制度而获利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

面对一浪接一浪的蓄意冲击，管治经验不足的特区政府虽然秉承了殖民地时代"积极不干预自由市场"的原则，不想在刚刚回归的时刻便干预市场，但却面对一个两难困局：（一）如若任由"外资大鳄"冲击联系汇率，总体经济及社会的利益必然会受到损害。（二）如若与"外资大鳄"对决，保住联系汇率，经济及社会的冲击自然可以减少，但干预市场运作的恶名，必然不胫而走，甚至极有可能招来舆论的强烈批评。历史告诉我们，在衡量过利害得失后，特区政府选择了后者，而结果也一如所料。

平心而论，由荒凉细小的渔港到国际性金融中心，香港经济、社会及金融制度所经历过的冲击实在不少。作为自由市场的倡导者及捍卫者，政府的政策不可能一成不变。身处这个信息万变的全球化资讯年代，世界局势愈来愈纷陈复杂、变化莫测。1997 年的亚洲金融风暴既不是单一的例子，也不会是最后的一个，至于如何平衡自由与干预的得失、个人与社会的利益，则是放在特区政府面前的一道重大难题。

成为国际金融中心的条件

回头看，经过一个半世纪的不断演变、调适和改革后，香港的金融制度变得日渐完善，股票买卖变得愈来愈公开和透明，投资文化也日趋成熟，至于香港的国际金融中心地位，则在中国、亚洲以至世界的金融及经济发展上，均扮演着举足轻重的角色。事实上，作为一个现代化的国际金融中心，香港除了拥有资金自由进出的重要条件外，还具备很多邻近地区或城市所没有的竞争优势。至于这些优势，则可以具体而简洁地归纳为下列六大范畴：

（一）完备而合适的金融法规。承袭英国普通法及商业法的传统，香港的金融法规虽算不上完美，但基本上却能做到宽紧适中的标准，并做到相对公正、公平、公开的原则，在保障基金大户或大股东的同时，尚能兼顾社会公众及小股东的利益。

（二）专业而精锐的金融人才。作为国际性大都会，香港是世界上其中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一个最多跨国公司设立地区总部、分公司或代表处的地方。正因如此，香港吸纳了大批来自世界各地而具国际视野及网络的商业及金融专才，在推动香港金融业的发展上扮演着极为重要的角色。

（三）开放而流通的金融资讯。资讯的开放和自由流通，对发展金融业很重要。作为一个自由开放的社会，香港并没有新闻及资讯的审查和限制，各式各样、不同语言的传播媒体或资讯，均可在香港自由流通和传达。

（四）灵活而前卫的金融创新。金融创新是其中一项保持市场领导地位的要素。面对竞争激烈的国际投资环境，香港一向能作出迅速而灵活的应变，而投资产品及投资工具的推陈出新，同样颇有声誉。

（五）先进而高效的交易系统。香港是世界上其中一个较早推出自动对盘系统（Automatic Matching System）及中央结算及交收系统（Central Clearing & Settlement System）的股票市场。自20世纪90年代起，香港的股票买卖已经逐步摆脱人手操作的模式，转为全盘电脑化，整个交易系统极具效率。

（六）配套而齐备的周边服务。除了核心的金融系统外，一个成功的金融中心又必须具备各式各样的金融周边服务。在香港，由投资顾问、基金经理、律师、会计师、审计师、精算师、股份登记公司、公司秘书服务公司到商人银行和投资银行，应有尽有、式式俱全。这些周边服务不但配套齐全，并且十分专业。

作为一个高度依赖金融产业的开放型经济体系，香港面对的外部竞争实在不少。当日本、新加坡、韩国、上海和台湾等金融市场在磨刀霍霍，希望与香港的金融市场争一日之长短时，特区政府及交易所领导层实在不应充耳不闻、视若无睹。相反，他们应该具有危机意识，并保持高度警觉，在强化上述六大范畴的优势之余，充分发挥本身联系东西、沟通中外的独有历史角色。

结　语

香港的金融资本主义制度虽然由欧洲移植过来，但在本地扎根、适应和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

发展的过程，则相当艰辛和曲折。所谓“罗马并非一朝一夕建立起来的”，香港完备的金融制度和国际金融中心地位，绝对不是一蹴而就的。展望未来，香港的金融制度虽然相对稳健，但在全球贸易自由化和经济一体化的影响下，在资金来去自如、畅通无阻的全新竞争格局左右下，香港仍会受到不同层面和不同程度的冲击和挑战，而业界及监管当局加强监察，并时刻保持高度警觉的态度，肯定对防止金融危机的再度爆发有积极而正面的作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

后 记

香港由一个自然资源匮乏的荒凉小岛，发展成今时今日人人称誉的“东方之珠”，并跻身国际大都会的行列，与美国的纽约、英国的伦敦及日本的东京等齐名，成就的确使人赞叹。在众多骄人的成绩中，香港从籍籍无名的小渔港，摇身一变而为国际金融中心的故事，更仿佛像灰姑娘在一夜间变作美丽的公主一样令人津津乐道、啧啧称奇。

回头细看，香港金融中心地位的建立，并不如外界所想的一蹴而就。除了得力于银行、外汇和保险制度的循序渐进和点滴累积外，股票市场不断的更新和自我完善，更是香港国际金融中心地位得以提升的关键。从较为宏观的角度看，如果我们想正确地了解香港国际地位的建立，必须先掌握香港金融中心的发展过程；要全面而中肯地掌握香港金融中心的发展过程，便必须先从股票市场的历史和沿革入手。

在讨论香港股票市场的历史和沿革时，我们发现香港的先天条件，确实颇为不足。套用早年香港置地公司收购香港牛奶公司时一句语带相关的名言：“荒山野岭只能生长青草，绝不会生长盈利”，香港股票市场的发展空间和背景，同样也有这种使人无奈的“荒山野岭长不出盈利”的味道。但是，在中国及世界局势的急速转变和机缘巧合之下，香港这个细小的岛屿，不但打破“荒山野岭只长青草”的宿命，还像发现金矿一样“生长”出源源不绝的“盈利”来，令弹丸之地变成寸土尺金，市民生活水平稳占世界富裕都市的前列，使人既羡且妒。

事实上，香港神话般的成功故事，不但吸引了不少学术界人士视作主要的研究课题，皓首穷经，誓要找出香港成功的灵丹妙药；也被很多城市(或国家)视作重点学习对象，希望可以从香港身上学得“一招半式”，发展自己的经济。香港取得如此骄人的成就，当然使每个“饮香港水、流香港血”的香港

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

人,与有荣焉,倍感自豪。

虽然坊间有关香港股票市场的文章琳琅满目,但系统、全面、中肯而深入的分析和研究,却凤毛麟角,所见不多。这样,很多先辈们辛勤打拼的可贵经验和经营谋略,便湮没在历史的大潮中;年轻一代也无从理解香港今天成就的得来不易,应该知所珍惜,使人既沮丧又惋惜。

1996年,香港大学亚洲研究中心受香港联合交易所的委托,组成一个专职搜集香港股票市场发展的研究队伍,希望从历史的角度探索本地股票市场的发展沿革和起落兴替,以补充坊间刊物对香港股票市场历史和发展上的一些误解。经过接近3年的四出搜罗和调查后,研究队伍收集了大量与香港股票市场发展有关的珍贵资料——如不同交易所的股票报价、企业注册文件、公司报表、股市分析文献、公私图像照片和交易所日常用具等。

除了这些实实在在的用品和物件外,研究队伍还访问了66位资深的股票经纪、交易所决策人和证券监管科主持人等。从他们的口中,我们既可深入了解股票市场发展过程中的起承转合和内部矛盾,也可更具体地掌握一些鲜为人知的逸闻和趣事。以上这些珍贵的资料,最后全部交由香港大学图书馆的香港特别资料藏馆(Hong Kong Special Collections)负责分类和收藏,让更多有志研究香港商业史和股票市场发展的人士参阅,以加强彼此交流。

面对这批珍贵的研究资料,我们曾不止一次计划写一点评论或分析,可惜都因种种原因和困难而按兵不动,使人既急且忧。到了2003年年底,我们再也抵挡不了那种长年积累下来的心痒难熬,决意无论如何也要抽空完成这桩心愿。最终完成了这项使命,让自己放下这块潜藏已久的心头大石。

说实在的,这项艰巨的任务如果没有各界友好的协助和支持,是不可能如期完成的。在此,且让我们向所有曾经接受过访问的人士,致以衷心谢忱,没有他们耐心的分享和真诚的合作,我们显然没法子收集这么多既丰富又珍贵的资料。其次,我们还必须感谢以冼玉仪博士、郑明真博士、莫健伟博士为首的研究队伍的努力,至于香港大学图书馆特别资料藏馆的陈桂英小姐及香港大学亚洲研究中心的郑志慧小姐的鼎力协助,同样功不可没。

除此之外,香港联合交易所、香港大学图书馆、香港特别资料藏馆、香港历史档案馆和香港历史博物馆等的全力支援和协助,也是极为重要的,谨在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

此一并致以谢忱。最后，我们还要向大学教育资助委员会（University Grants Council）表示衷心感谢，没有该委员会的慷慨资助（RGC Project Ref. No. HKU 7468/05H），这个计划同样没法顺利完成。

虽然得到各方朋友和机构的帮助，我们仍因没法完全掌握政局的急速逆转、历史的曲折漫长、市场的千丝万缕和社会的巨大变迁，而可能出现一些研究上的纰谬错漏，对于某些疑而未决、模糊不清的地方，我们虽努力求证，但仍没法做到完美无瑕，这是我们不想看见但却很难避免的事情，在此我们希望读者有以教我，指正批评，让我们往后的研究可以做得更扎实、丰富、可靠。如对本书有任何意见，请致函香港薄扶林道香港大学亚洲研究中心或电邮 vzheng@hku. hk 直接与我们联络。

郑宏泰　黄绍伦
香港大学亚洲研究中心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

附录一　香港股票市场大事记

1840 年	英国以武力攻打中国，是为中、英之间的第一次鸦片战争。
1841 年 1 月 26 日	英国军队强登香港岛，并宣布占领香港岛。
2 月 1 日	义律在港岛张贴告示，称根据《穿鼻草约》规定，香港已割让予英国。
4 月中	义律再次发出通告，表示英国《商航法规》在香港实施。
5 月 1 日	义律筹备拍卖土地，借以增加新政府的收入。
6 月	义律宣布香港为自由港，准许商船自由进出。
6 月中	香港历史上的第一次土地拍卖正式举行。
7 月初	义律收到英国内阁在 4 月发出的免职函件并下台。
8 月中	砵甸乍抵港，并视察了香港殖民地政府的运作及市政事务。
9 月	砵甸乍率军北上，再次以军事力量威胁满清政府。
	该年，全港岛的华人人口不足 6 000 人，华人社会组织松散薄弱。
1842 年 8 月 29 日	中、英两国政府签下中国近代史上第一条不平等条约——《南京条约》，香港被割让予英国，成为其殖民地。
1843 年	据估计全港共有英资企业 22 家，印（度）资企业 6 家。
1844 年 5 月初	香港俱乐部（亦称“香港会所”）成立，会所选址则在皇后大道与云咸街交界。
1846 年 5 月 26 日	筹建接近两年的香港俱乐部大楼竣工。
1850 年	太平天国运动爆发，华南居民涌到香港。
1851 年	香港人口上升至 3 万人。
1856 年 10 月 22 日	英军借“亚罗号”事件，挑起第二次鸦片战争。
1857 年	法国借传教士在华被杀而与英国组成“英法联军”，率军直捣北京。满清王室被逼外逃。
1860 年 10 月 24 日	第二次鸦片战争结束。满清政府被逼签订另一项不平等条约——《北京条约》。九龙半岛（界限街以南）土地被割让给英国。
1861 年	香港人口突破 10 万。
5 月 29 日	欧资巨商在香港俱乐部举行会议，通过成立香港商会（后改名为“香港总商会”）的决议。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

(续 表)

1863 年 7 月	香港黄埔船坞公司成立，并在 1865 年改为有限公司。
1864 年 7 月	由颠地洋行大班宋利、澳格斯汀赫特洋行的赫特和铁行轮船公司总监督修打兰等牵头的香港上海银行开始在港筹组。 是年，进出口贸易额首次突破 2 000 000 吨的水平。
1865 年 1 月	港府就企业的组成、运作和结束等问题进行立法，该条为《贸易公司及相关组织的成立、规管与清盘条例》，即日后的《公司条例》。
3 月 3 日	香港上海银行正式注册，行址设在皇后大道 1 号域多利大厦，注册资本为 2 500 000 元，发行股份 20 000 股，每股 125 元。 是年，进出口贸易额为 2 134 164 吨。
1866 年	香港上海银行取得货币发行权。 有股票经纪在港开业，并筹划成立经纪会。 于仁船坞、粤港澳轮船、香港大酒店和香港煤气等企业先后以有限债务形式创立。 是年，进出口贸易额下跌至 1 891 281 吨。
1867 年	是年，进出口贸易额上升至 2 376 320 吨，而公众公司（即今日的上市公司）则有 6 家。
1868 年	贸易萧条，颠地公司、韦特洋行等企业相继倒闭，而进出口贸易额则急跌至 1 874 299 吨。
1869 年	华商何亚锡及梁安等牵头组成首家华人医院，而全年进出口贸易额则回升至 2 256 049 吨。
1870 年	怡和洋行接管华商唐景星创办的炼糖厂，改名中华火车糖厂，而全年进出口贸易额升至 2 640 347 吨。
1871 年	进出口贸易急升，全年进出口贸易额达 3 235 701 吨。
1872 年	香港人口达 121 976 人。 香港经纪会成立，但不久即解散，原因不明。 全年进出口贸易额为 3 795 566 吨。
1873 年	印华糖业公司、诺顿莱雅洋行及蒸酒局等相继倒闭。 全年进出口贸易额达 3 273 119 吨。
1874 年	早年中文报刊权威《循环日报》创刊。 中国轮船招商局在港设立分公司，汇丰银行停止派息。 全年进出口贸易额下降至 3 034 036 吨。
1875 年	经济萧条，奥格斯汀赫特洋行和维多利亚火险公司亦相继关门。 全年进出口贸易额回升至 3 893 687 吨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续　表）

1876 年	昃臣出任汇丰银行大班（总经理），并推行连串改革，不久即令该银行转亏为盈。 全年进出口贸易额达 4 359 616 吨。
1877 年 3 月 2 日	坚尼地任满离港返英，轩尼诗继任港督一职。 华商何亚美、李升等集资 40 万元，创办安泰保险。
4 月	轩尼诗正式抵港履新。 全年进出口贸易额达 4 850 896 吨。
1878 年	11 月 8 日以"保赤安良"为目标的保良局正式成立。 截至年底，公众公司计有 15 家，而全年进出口贸易额达 5 209 437 吨。
1879 年	轩尼诗委任华人伍廷芳为署理律政司，令英人哗然。 全年进出口贸易额回落至 4 964 339 吨。
1880 年 1 月	轩尼诗借立法局非官守议员劫比因病离港，上书英廷，要求委任伍廷芳暂代其位，任期为 3 年。
2 月	华商联袂要求港府拨款、拨地，兴建华商会馆。
12 月	香港制冰公司成立。 全年进出口贸易额回升至 5 078 868 吨。
1881 年年初	总人口达 160 402 人。 印华轮船公司成立。
10 月	地产价格狂泻，下跌百分之四十五，地皮楼宇被争相抛售，不少华人在这场炒卖中破产。 全年进出口贸易额升至 5 686 488 吨。
1882 年	传闻伍廷芳因炒卖地产失利而急忙离港北上，后来投靠李鸿章，成为其重要幕僚。 汇丰银行股价急涨。 全年进出口贸易额升至 6 337 024 吨。
1883 年 3 月	宝云接替轩尼诗为第九任港督。 贸易表现持续改善，全年进出口贸易额上升至 6 882 381 吨。
1884 年	香港麻缆厂成立，屈臣氏吞并香港大药房，并改名屈臣氏有限公司。 全年进出口贸易额达 6 961 758 吨。
1885 年	经济持续向好，全年进出口贸易额升至 7 699 099 吨。
1886 年	公众公司数字由 1882 年的 18 家上升至 1886 年底的 27 家。 全年进出口贸易额达 9 080 390 吨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续　表）

1887 年年初	牛奶公司、香港九龙货仓和太古糖厂等注册成有限公司（即公众公司），向公众集资。 由于大部分企业表现理想，多家东南亚的种植及矿产公司相继来港注册成有限公司。 全年进出口贸易额达 9 169 543 吨。
1888 年	香港上海银行改名为香港上海汇丰银行，简称“汇丰银行”。 华商李锦记在港注册成立。 全年进出口贸易额回落至 9 006 677 吨。
1889 年年初 年中	各类股份价格急升，形成股市泡沫。 股市因过度炒作而发生股市风暴，香港的金融制度受到巨大的冲击。 全年进出口贸易额下跌至 8 971 990 吨。
1890 年	针对股市所出现的不寻常交易，J. J. 凯瑟克在 7 月 21 日的立法局会议上提出私人草案，要求修订法例，抑制股票赌博问题。 股灾过后，股市气氛低沉。 全年进出口贸易额回升至 9 771 743 吨。
1891 年 2 月初 6 月 19 日	遮打发动股票经纪组成商会——香港股票经纪会。 股票交易所及相关法规草案在立法局二读。御用大律师法兰斯代表香港股票经纪会到立法局内陈述该会反对立法的理据。 股票交易所及相关法规草案在立法局三读通过，成为正式法例。条例简称《1891 年第 15 条》，并宣布在同年 10 月 1 日起开始生效。 全年进出口贸易额首度突破 10 000 000 吨。
1892 年	公众公司的数目由 1890 年的 59 家减少至 1892 年的 53 家。 全年进出口贸易额微升至 10 537 859 吨。
1893 年	公众公司进一步下跌至 50 家。 全年进出口贸易额微跌至 10 469 232 吨。
1894 年	公众公司跌至 48 家。 全年进出口贸易额上升不大，仍然维持在 10 500 000 吨。
1895 年	股票市场扭转股灾后的劣势，各大股份的价格获得不错的升幅。 全年进出口贸易额上升至 11 525 586 吨。
1896 年	中华会馆建成。 均益仓及按揭有限公司成立。 全年进出口贸易额上升至 12 333 396 吨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续 表）

1897 年	青洲英泥在港成立。 全年进出口贸易额回落至 12 124 599 吨。
1898 年	英国政府强逼腐败的满清政府“租借”九龙界限街以北的新界土地，新界大片土地相继被霸占和攫取。 全年进出口贸易额上升至 13 252 733 吨。
1899 年	华商义安水火保险公司成立。 全年进出口贸易额微升至 13 437 147 吨。
1900 年	华商福安保险公司成立。 全港有公众公司 57 家。 全年进出口贸易额上升至 14 022 167 吨。
1901 年	公和祥、天星小轮、中华互惠航运等相继成立。 公众公司急升至 78 家。 全年进出口贸易额续升至 14 599 141 吨。
1902 年	公众公司数目回落至 74 家。 全年进出口贸易额上升至 16 275 998 吨。
1903 年 10 月	香港华商保险公司成立。 全年进出口贸易额升至 19 018 411 吨。
1904 年	公众公司数目持续下跌至 64 家。 全年进出口贸易额维持在 19 333 096 吨的水平。
1905 年	广生行创立。 全年进出口贸易额为 19 778 176 吨。
1906 年	香港黄埔船坞有限公司成立。 全年进出口贸易额微升至 19 833 666 吨。
1907 年	汇丰银行增加股本至 2 000 万元。 全港共有公众公司 64 家。 全年进出口贸易额为 20 381 421 吨。
1908 年	太古船坞及淘化大同罐头食品公司成立。 全港共有公众公司 67 家。 全年进出口贸易额微跌至 20 104 795 吨。
1909 年	南洋兄弟烟草公司成立。 全年进出口贸易额上升不大，为 20 171 755 吨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续 表）

1910 年	公众公司的数目急升至 91 家。 全年进出口贸易额微升至 20 966 504 吨。
1911 年	受大陆局势不明朗影响，整体经济表现呆滞，全年进出口贸易额微跌至 20 490 520 吨。
1912 年	广东银行及陆海通公司成立。 全年进出口贸易额微升至 21 614 995 吨。
1913 年	美国运通银行在港设立分行。 冯平山创立维吉银号。 全年进出口贸易额升至 22 939 134 吨。
1914 年 2 月 21 日 7 月底	香港股票经纪会更改名为香港股份总会。 以欧洲为主战场的第一次世界大战爆发。 大有银行创立。 全年进出口贸易下跌至 22 069 879 吨。
1915 年	香港船坞增股 50 万元。 经济萎缩，全年进出口贸易额下跌至 19 561 318 吨。
1916 年	著名华商简东浦和刘铸伯等创立德信银号。 全年进出口贸易额续跌至 19 106 690 吨。
1917 年	中国银行在港设立办事处，翌年设立分行。 全港共有公众公司 49 家。 全年进出口贸易额续跌至 17 329 841 吨。
1918 年	东亚银行注册开业，而华商银行及盐业银行则在港设立分行。 全港共有公众公司 51 家。 全年进出口贸易额急跌至 13 982 966 吨。
1919 年 9 月	香港首次出现抢米风潮。 香港华商银行公会成立。 全港共有公众公司 54 家。 全年进出口贸易额回升至 184 749 996 吨。
1920 年	多家工会或商会如建造业商会、鲜鱼行商会、肉行商会及电器商会等相继成立。 全港共有公众公司 55 家。 全年进出口贸易额升至 21 576 139 吨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续 表）

1921 年 10 月 1 日	嘉劳兄弟经纪行的 A. H. 嘉劳和 W. J. 嘉劳成立香港股票经纪协会，会员大多是被香港总会排挤的经纪，华人占了一个颇大的比例。 全港共有公众公司 56 家。 全年进出口贸易额升至 24 359 720 吨。
1922 年	华人置业、连卡佛成立。 全港共有公众公司 63 家。 全年进出口贸易额上升至 26 635 557 吨。
1923 年	香港置业信托公司、希慎兴业及油麻地小轮公司等相继创立。 全港共有公众公司 68 家。 全年进出口贸易额急升至 32 925 300 吨。
1924 年 6 月	香港华商银行因挤提而倒闭。
6 月	胡礼及孔恩比创立香港股票及物业经纪社。 旗昌保险成立。 全港共有公众公司 78 家。 全年进出口贸易额升至 35 471 671 吨。
1925 年 5 月 15 日	上海有学生因抗议日本纱厂东主杀害中国工人而举行连串示威游行。
5 月 30 日	当游行人士在英租界示威时，遭到租界内的英国警察枪杀，是为“五卅惨案”。
6 月 2 日	广州国民政府提出“援助国民，以与英帝国主义者相搏”的口号，抗议英国人的作为。
6 月 19 日	香港的海员、电车工人和印刷工人，率先宣布罢工，其他各行各业马上跟随。
6 月 22 日	港府颁下戒严令，宣布香港进入紧急状态，防止社会发生动乱。
6 月 23 日	工人在广州沙基地区举行示威时遭英法水兵开火杀害，是为“沙基惨案”。 3 个股票经纪会发出紧急通告，宣布暂时关闭交易所，停止一切交易。 港府则特别通过了《1925 年 6 月结算法案》，规定任何要在 6 月 23 日或延至该日结算的股票买卖合约，延迟结算。
8 月 14 日	港督命令辅政司施勋，成立一个股票调查委员会，就股票市场所出现的巨大震荡，进行内部调查。
10 月	金文泰出任港督，调整对华政策。
10 月 22 日	股票调查委员会向港督和立法局提交报告。
10 月 24 日	3 个交易会恢复买卖。
12 月 11 日	香港电话公开招股。 全年进出口贸易额急跌至 29 727 264 吨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续 表）

1926 年 3 月	广东政局发生重大变化，蒋介石迅速崛起而使罢工运动失去支持。
10 月 10 日	罢工委员会终于主动宣布停止一切对香港的经贸封锁，结束了接近 16 个月的罢工运动。
11 月	港督金文泰委任周寿臣人行政局，周氏成为香港开埠 85 年来首名进入港英权力核心的华人行政局议员。
	全年进出口贸易额为 26 983 190 吨。
1927 年	食米价格一度急升，引起市民担忧。
	中华书局香港分局创立。
	全年进出口贸易额回升至 33 794 775 吨。
1928 年 3 月 2 日	广东省主席李济琛来赴香港拜会金文泰。
3 月 9 日	金文泰回访李济琛，粤港两地建立正常关系。
	中国旅行社香港分社成立。
	全年进出口贸易额微升至 34 447 479 吨。
1929 年 5 月	中华娱乐置业、中华百货、中南电筒厂及惠保打桩等公司相继成立。
9 月中	美国股票市场渐见滑落。
10 月中	美国市场出现股灾，香港股市初时未受影响。
	全年进出口贸易额升至 36 867 745 吨。
1930 年 6 月初	工商银行出现挤提。
12 月 8 日	万国宝通银行发生挤提事件。
	由于日军肆意侵略，多家国内工厂搬到香港。
	全年进出口贸易额急跌至 27 909 385 吨。
1931 年 9 月	日军侵占东三省，“九一八事件”发生。
	奔奇勘探、委内瑞拉金矿、南华企业和中华农业等企业相继在香港注册。
	多家大陆企业继续涌到香港。
	进出口贸易转以货值计算，该年进出口贸易总额为 12.79 亿元。
1932 年 1 月 28 日	日军围攻上海，是为“一・二八事件”。
	美东财务、华人财务、国际保险、城市置业、亚洲置业、中华置业、上海永安纺织、中华体育、华夏公司、澳门快船、联合剧院和香港永安公司等陆续来港挂牌。
	在港挂牌的公众公司的数目上升至 76 家 。
	该年进出口贸易总额为 10.96 亿元。
1933 年 3 月 3 日	恒生银号开业。
4 月 9 日	永隆银号投人服务。
	九龙巴士创立。
	该年进出口贸易总额为 9.01 亿元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续 表）

1934 年	新建成的香港交易所大楼正式落成。 交通银行、亚洲银行、上海同业储蓄银行等相继在港设立分行。 该年进出口贸易总额为 7.41 亿元。
1935 年	嘉华储蓄银行出现挤提，银行最终停止营业。
9 月	商业银行因财政问题而宣布停止营业，至于香港广东银行总行被逼进行业务重组。 该年进出口贸易总额为 6.37 亿元。
1936 年 10 月	金城银行在港设立办事处。 香港啤酒厂成立。 该年进出口贸易总额为 8.03 亿元。
1937 年 7 月 7 日	日本对中国发起大规模的侵略战争。 香港大部分股份的价格急跌。 该年进出口贸易总额为 10.84 亿元。
1938 年	中央银行、国华银行、中国国货银行、南京银行及聚兴银行等迁到香港设立分行或办事处。
10 月底	广州及深圳相继陷落，大量难民涌到香港。 该年进出口贸易总额为 11.30 亿元。
1939 年 9 月 3 日	英、法两国因德国入侵波兰而宣布与之开战，香港也进入了备战状态。 大量企业和资金由大陆流入香港。 该年进出口贸易总额为 11.28 亿元。
1940 年	食米出现紧张，米价飞升。 沦陷区资金陆续流入香港，美元及黄金等价格飞升。 该年进出口贸易总额为 13.74 亿元。
1941 年 7 月 26 日	港府颁布《金融紧急条例》，冻结日本机构在港的资产。
8 月 6 日	杨慕琦抵港履新，接替罗富国，成为战时港督。
11 月 7 日	颁布战时紧急法令时，股票市场交易十分疏落。
11 月底	英军司令部再发出“日军即将进攻香港”的战斗警告。
12 月 5 日	日军在深圳集结精兵，随时入侵香港。
12 月 7 日	港府宣布香港进入紧急状态。
12 月 8 日	酒井隆下达侵占香港的命令。早上 8 时 30 分，派出空军轰炸香港启德机场及军事要塞，控制了香港的领空。 杨慕琦宣布英、日两国开战。
12 月 25 日	下午 6 时半，杨慕琦与日军主帅酒井隆会面，正式投降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续　表）

1942 年 1 月 26 日	日军以军用手票（简称"军票"）作为商业上的交易媒介，逐步取缔港币。
1 月 28 日	日军成立香港占领地总督部，将权力交给陆军中将矶谷廉介。
4 月	粮食缺乏，米价飞升，一方面改行配给，另一方面则强令市民"归乡"。
5 月	"香港银钱业协议会"成立，监管那些暂准经营的大小银行和钱庄。
	股市全面停顿。
1943 年 6 月 30 日	日军推出"军票划一化"政策，全面废除港币，只限军票流通。
	粮食缺乏加剧，配给不足，有市民因而饿死。
	本年，全港人口锐减至只有 90 万左右。
1944 年	原料、粮食极度缺乏，停止配给米，陆续有市民饿死。
	强逼执行"归乡"政策。
1945 年 5 月前	英国政府成立香港规划小组，并命成员准备接管香港。
8 月 6 及 9 日	美国战机在广岛和长崎投下两枚原子弹。
8 月 15 日	日本天皇接受《波茨坦宣言》，无条件投降，香港重光。
8 月 23 日	詹逊筹组织临时香港政府，计划接掌权力。
8 月 25 日	蒋介石发表了一篇名为《关于香港前途的公开声明》。
8 月 29 日	詹逊在电台发表重要讲话，成立临时政府，暂时推行军法管治。
9 月 1 日	夏悫抵港，颁布了《英国军政统治公告》，实施军事统治。
	居民陆续回流香港，年底人口已回升至 100 万人。
1946 年	重光初期，仍然维持食米配给政策。
5 月 1 日	港督杨慕琦返港复职，并宣布结束军事管理，恢复民政。
6 月 26 日	共产党和国民党再度决裂，内战再起。
9 月 11 日	两家交易所重新开放并恢复部分股票的买卖。
	大批日占时期被逼离开香港的市民也陆续回流，香港的人口从 1945 年中的不足 60 万人迅速飙升至 1946 年年中的超过 168 万人。
1947 年 3 月	香港股份总会和香港股票经纪协会宣布合并，中文全称为香港证券交易所，俗称"香港会"。
	国内企业陆续迁移来港。
	该年，进出口贸易总额为 27.67 亿元，至于股票成交量约有 1.00 亿元左右。
1948 年	因大陆政局不稳，资金和企业不断涌入。
11 月	废除延期付款令，全面恢复股票买卖。
	多家企业如中南实业、开达实业、新昌营造、廖创兴银行、南海纺织等相继创立。
	该年，进出口贸易总额为 36.16 亿元，至于股票成交量约有 1.59 亿元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续 表）

1949 年 8 月	通过《人口登记条例》，规定所有香港人必须领取身份证。
10 月	中国共产党取得中国大陆的政权，中华人民共和国成立。
	资金和企业陆续涌到香港，其中以上海企业家带来的资金和设备最多。
	该年，进出口贸易总额为 50.69 亿元，而股票成交量回落至 0.88 亿元左右。
1950 年	住房与货仓供不应求，租金急升。
10 月	中华人民共和国出兵朝鲜，支持金日成政府，引来联合国的“贸易禁运”。
	该年，进出口贸易总额为 70.03 亿元，而股票成交量回落至 0.60 亿元左右。
1951 年	受到外围局势变坏的影响，股市交投淡静。
	该年，进出口贸易总额为 93.03 亿元，而股票成交量则不足 0.70 亿元。
1952 年	受贸易禁运影响，进出口贸易急降，经济萧条，失业严重。
	该年，进出口贸易总额急跌至 66.78 亿元，而股票成交量也回落至0.60 亿元左右。
1953 年	纺织、制衣、塑胶等制造工业在香港兴起，成为香港工业化的主体力量。
	该年，进出口贸易总额为 66.06 亿元，而股票成交量则回升至 1.00 亿元左右。
1954 年	南丰纱厂、中央纱厂及和记电业等先后创立。
12 月 3 日	股票交投活跃，汇丰银行、东亚银行、于仁水艇、青洲英泥等股份股价急涨，为战后最高纪录。
	该年，进出口贸易总额为 58.52 亿元，而股票成交量急升至 2.52 亿元。
1955 年	经济走出谷底，工业化步伐加速，失业明显回落。
7 月 28 日	股票交投活跃，单日成交量达 452 万元，创战后最高成交量的纪录。
	海外信托银行和环球航运创立。
	该年，进出口贸易总额为 62.53 亿元，而股票成交量升至 3.33 亿元。
1956 年年初	英资银行提高利率，令股市投资气氛大跌。
10 月	九龙因悬挂国旗问题引来暴动，令港府大为紧张。
	该年，进出口贸易总额为 77.76 亿元，而股票成交量回落至 2.11 亿元。
1957 年	宝源工业、丽新制衣、力士塑胶等相继成立。
	该年，进出口贸易总额为 81.66 亿元，而股票成交量进一步回落至1.48 亿元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续 表）

1958 年 1 月	东南亚资金陆续流入，香港成了国际资金中转站。
6 月	各大银行宣布减息半厘，股市交投渐转活跃。
	邵氏兄弟、永业企业、震雄机械、新鸿基企业及珠江轮船先后创立。
	该年，进出口贸易总额为 75.83 亿元，而股票成交量微升至 1.50 亿元。
1959 年 2 月	与英国政府订定的《兰开夏协议》正式实施，港商将输往英国的纺织品固定在 18 500 万平方码之内。
8 月	商营电台（商业广播有限公司）启播。
年中	国泰航空收购香港航空，垄断香港航空业，而亚洲保险、德昌电机等也相继成立。
	该年，进出口贸易总额为 82.27 亿元，而股票成交量则升至 3.60 亿元。
1960 年 1 月	恒生银号改名恒生银行。
	和记洋行、保华建筑、恒隆、新昌、奇盛、庄士餐具及通用电子等相继成立。
	全年股市气氛炽烈，汇丰银行、香港电车及香港置地等的股份均有不错表现。
	该年，进出口贸易总额为 98.00 亿元，而股票成交量则升至 8.76 亿元。
1961 年 6 月	怡和公司、九龙汽车、太平企业相继上市。月中，廖创兴银行发生挤提。
	骐利企业、南顺集团、鳄鱼恤等公司相继成立。
	该年，进出口贸易总额为 99.00 亿元，而股票成交量急升至 14.14 亿元，为历来少见。
1962 年 4 月	华侨商业银行在港注册，大陆陆续有难民涌到香港。
	四海发展、国泰城市集团及集友银行等相继开业。
	该年，进出口贸易总额为 110.00 亿元，而股票成交量则急跌至 7.01 亿元。
1963 年	会德丰及香港啤酒上市。
	鹰君、万年置业、宝光制衣、黛丽斯国际及香港毛纺厂等相继成立。
	该年，进出口贸易总额为 124.00 亿元，而股票成交量续跌至 5.21 亿元。
1964 年 7 月 31 日	因股市相对稳定，被恒生银行定为恒生指数的基准，即为 100 点。
11 月 27 日	港府颁布《银行条例》。
	永新企业、香岛印染、川河集团、金山地产、万年置业等相继成立。
	该年，进出口贸易总额为 143.34 亿元，而股票成交量则升至 7.48 亿元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续 表）

1965 年 1 月 27 日	汇丰银行创业 100 周年，公布每 2 股发送 1 股红股，另加派现金股息 13 司令及红利 2 司令。
1 月底	陆续有华资银行出现挤提风潮，形成香港的银行危机。
3 月	美国轰炸越南，越战逐步扩大，股市投资气氛急跌。
6 月	港府宣布筹建过海隧道，建筑股受到追捧。
11 月	天星小轮要求加价，市民表示反对。
	汉国置业、永达利企业及香港电视等企业相继成立。
	该年，进出口贸易总额为 154.00 亿元，而股票成交量急降至 3.89 亿元。
1966 年 3 月	天星小轮再次提出加价申请，获得政府接纳，市民则表示反对。
4 月 3 日	苏守忠因抗议天星小轮加价而带头绝食。
4 月 5 日	警方拘捕苏氏，使抗议人数暴增，并演变成骚乱。
4 月 7 日	港英政府宣布在九龙地区实施戒严，并四处搜捕滋事分子，股市曾一度急跌。
4 月 10 日	事件平息。暴动导致 1 人死亡，18 人受伤，640 人遭警方拘捕。
	其士国际创立，包玉刚增购隆丰国际股份。
	该年，进出口贸易总额为 176.00 亿元，而股票成交量进一步下跌至 3.50亿元。
1967 年 4 月 3 日	中央的士公司因与司机的工作安排出现纠纷。
4 月 13 日	香港人造花厂劳资双方出现工潮。
5 月 5 日	部分被解雇的工人集体到该厂抗议，再次与资方发生冲突，触发更大规模抗议。
5 月 11 日	抗议升级，并与防暴警察发生冲突，九龙区实施宵禁，股市急跌。
5 月 15 日	中国外交部发表声明，谴责港英政府处理示威行动的手法。
5 月 16 日	抗议向全港各区蔓延，港府宣布宵禁。
5 月 23 日	港九工人纷纷举行罢工，情况与 1925 年的大罢工极为相似。
6 月 8 日	香港证券交易所宣布暂停股市交易。
6 月 10 日	海事处、邮政局、水务局、工务局、市政局等政府机构的工人，也加入罢工行列。
6 月中	部分工人及企业结束罢工，恢复生产。
6 月 21 日	交易所恢复交易，部分股价下跌严重。
6 月 24 日	港府刊出《特别宪报》，宣布实施《1967 年紧急措施（防止煽动性标语）条例》。
7 月中	有示威者投掷炸弹，并造成人命伤亡，使社会大众人心惶惶。
9 月初	中共中央下令禁止在香港进行暴力斗争，“左”派反英活动明显减少。
10 月 1 日	中国大陆依约恢复向港供水的行动，令市民的忧虑大大消除。
11 月初	英国政府宣布将英镑贬值，港币跟随贬值。该月，无线电视正式启播。
	该年，进出口贸易总额为 192.00 亿元，而股票成交量则跌至 2.98 亿元。
年底	暴动结束。据官方统计数字，这次暴动一共造成了 40 人死亡，617 人受伤，被捕人数更不计其数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续 表）

1968 年年中	社会秩序恢复，股市交投量趋升。
10 月	华人置业正式上市。
11 月 14 日	狮子山隧道正式落成，并随即宣布全面通车。
	是年，进出口贸易总额为 230.00 亿元，而股票成交量则升至 9.44 亿元，恒生指数年终收市则为 107.55 点。
1969 年年初	港府宣布废止 1967 年的《紧急法令》。
3 月	和记公司收购黄埔船坞 48.0%股权。
10 月 31 日	李福兆、王启铭等人根据公司法在 1969 年向政府登记，创办另一家全新的交易所——远东证券交易所。
11 月	股市掀起狂潮，交投急升，交易所因积压过多而宣布只进行半天交易。
12 月 17 日	远东证券交易所（简称“远东会”）正式开业。
	恒生银行与“香港会”达成协议，将恒生指数应用在股票市场上。
	新鸿基证券、大家乐、升岗电子及福田实业等相继成立。
	是年，进出口贸易总额为 280.00 亿元，而股票成交量则升至 25.46 亿元，恒生指数年终收市则为 155.47 点。
1970 年 1 月	《明报晚报》创刊，该报首设教授妇女投资的专栏。
6 月中	香港证券交易所与各有关团体成立一个“新股咨询委员会”，希望提升上市公司的素质。
	亚洲证券交易所及国际证券交易所先后宣布创立，但仍未得政府批准。
	多家大型企业如和记地产、联邦地产、海港企业和四海地产等先后上市。
	是年，进出口贸易总额为 328.40 亿元，而股票成交量则升至 59.89 亿元，恒生指数年终收市则为 211.64 点。
1971 年 3 月 15 日	由胡汉辉等筹组的金银证券交易所（俗称“金银会”）投入服务。
	多家企业如鳄鱼恤、南华早报、邵氏兄弟、梅真尼联营等相继上市。
	是年，进出口贸易总额为 374.00 亿元，而股票成交量则升至 147.93 亿元，恒生指数年终收市则为 341.36 点。
1972 年 1 月 5 日	由陈普芬等人创办的九龙证券交易所有限公司（俗称“九龙会”）宣布正式开业。
2 月 20 日	筹建经年的红磡过海隧道终于正式通车。
10 月 30 日	置地董事局宣布以 1 股换 2 股的方式收购牛奶公司。
11 月 9 日	牛奶公司宣布大股拆细，每股分为 5 股，然后每股派送 1 股红股，即由 1 股变为 10 股。
11 月 29 日	置地公司宣布已拥有牛奶公司八成的股权。
12 月 14 日	置地公司发出公开启示，指成功收购牛奶公司。
	多家企业如恒生银行、大昌地产、永泰建业、长江实业、新世界发展、万邦投资及星岛报业等先后上市。
	是年，进出口贸易总额为 411.00 亿元，而股票成交量则升至 437.58 亿元，恒生指数年终收市则为 843.40 点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续 表）

1973年1月2日	英美六大石油供应商——壳牌、美孚、高富、德士古、半岛、标准，宣布提升石油售价。
1月6日	港府宣布成立“证券咨询委员会”，希望加强对股票市场的监察。
1月11日	港督麦理浩公开呼吁投资者不要过分投机。
	消防事务处长对九龙证券交易所及远东证券交易所发出火警危险警告通知书，命令这两家证券交易所减少楼宇内的人数。
1月22日	4家交易所在逢星期一、三、五下午停止股市交易。
2月12日	恒生指数突破1 500点心理关口，报收1 503.14点。
2月14日	美国宣布将美元贬值一成，港府表示维持港元汇率不变。
	港府宣布计划兴建地下铁路，借以改善不胜负荷的运输系统。
2月16日	港府公布所有申请上市的公司，招股章程必须向公司注册处注册。
2月26日	外汇银行公会宣布提高存款利率。
2月28日至3月2日	恒生指数上升15.6%。
3月1日	港府紧急颁布了《1973年第20号法令》，统称《证券交易所管制条例》，禁止滥开证券交易所。
3月9日	恒生指数因市场过度炒作而飙升至1 774.96点历史高位，单日成交量达6.19亿元。
3月12日	股市因发现3张合和实业有限公司的假股票而逐步滑落，并触发大规模抛售潮。
3月9日至5月8日收市	股市连续下跌两个月。
3月26日	恒生指数由1 417.98点下跌至1 229.28点，单日下降188.70点，跌幅超过一成。
4月9日	恒生指数跌穿1 000点，报收934.50点，气氛转为惶恐。
	《信报财经新闻》，在1973年6月创刊。
6月27日	华利来财务投资传出财政困难，不久宣布倒闭。
7月4日	六大石油公司再次提升油价，整体加幅约为5.0%。
8月1日	立法局通过《禁止开设期货交易所条例》。
8月9日	警方在铜锣湾破获香港有史以来首个伪造股票集团。
8月21日	证券交易所宣布停止怡和股票交易48小时，以便警方查证相关交易。9月18日及19日，陆续发现利兴、美汉及东方海外等假股票。
10月6日	埃及和叙利亚联手突袭以色列，掀起了第4次中东战争。
10月18日	沙特阿拉伯带头减少石油生产量，并禁止将石油输往美国，触动了第一次世界性的石油危机。
10月25日	油公司以国际原油供应大减为由宣布第三次提升油价，这次的平均升幅为4.5%。
11月10日	港府宣布成立石油政策委员会，专职研究应付石油短缺问题。
11月19日	中国大陆决定增加石油输港，舒缓香港的能源短缺问题。
11月26日	壳牌及美孚等油公司第4次宣布提高石油价格，加幅高达13.7%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续 表）

12月	港府相继实施《1973年紧急管制（汽油）法令》及《1973年紧急管制（广告、陈列及泛光照明）法令》，推行连串节省能源政策。
12月24日	恒生指数下跌至400.21点。
	多家大型企业如城都地产、华光地产、永安人寿、香港兴业、周生生、东方海外及信德企业等相继上市。
	是年，进出口贸易总额为550.00亿元，而股票成交量则升至482.17亿元，恒生指数年终收市则为433.68点。
1974年1月21日后	恒生指数由该日的481.86点下滑至5月1日的290.14点，跌幅高达四成。
2月4日	英美六大石油公司再向政府申请提升油价。
2月13日	立法局三读通过证券法草案，是为《1974年证券条例》及《1974年保障投资者条例》。
2月20日	英美六大石油公司宣布大幅加价，加幅更高达两成半 。
4月20日	香港证券登记总会成立。
5月1日	港府宣布取消一切灯火管制及节省能源的紧急法令。
7月	4家交易所组成联会，就股票市场的发展和合并事宜交换意见。
7月18日	香港证券交易所联合会成立。
8月19日	股票投资赔偿基金正式运作。
8月22日	保利工程被勒令停牌。
10月1日	证监处陆续开始办理登记证券商、投资顾问及代表事宜。
11月12日	当财政司夏鼎基勒令停止高升地产及亚洲置地两家公司的股票交易。
11月13日	油价再次提升。
12月13日	警方拘捕保利工程董事局主席李保罗及部分董事，并于1975年12月24日交由法庭审讯。
	是年，进出口贸易总额为641.00亿元，而股票成交量则跌至只有112.46亿元，恒生指数年终收市则为171.11点。
1975年1月中	太古洋行率先发行280万股新股，换取大昌地产附属公司太古昌发展1 050万股股权，然后将该批股份转让太古地产。
3月11日	港府在全港23条街道指定范围内设立小贩区，让小贩可在特定的区域及时间内按相关规定摆卖经营的措施。
4月底	怡和公司宣布以每117股面值6元之怡和公司股票，换取1 000股面值1元仁孚行股票另加现金150元的价值，收购仁孚行。
5月5日	怡和公司宣布以每9股面值6元之怡和公司股票，换取10股面值5元金门建筑股票的方式，收购金门建筑。
	同月，太古洋行以港币11 377万元向太古轮船公司购入国泰投资31.25%股权。
8月18日	证监处宣布通过《公司收购及合并守则》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续 表）

	是年，进出口贸易总额为 470.00 亿元，而股票成交量则只有 103.35 亿元，恒生指数年终收市则为 350.00 点。
1976 年 4 月	史怀雅家族宣布向铁行公司收购部分国泰投资股票，使太古洋行持有的国泰投资股权增加至 87.5%。
6 月	宝获得全面收购国泰证券股权及印尼联合企业。
12 月	于仁企业收购 International Consolidated Investment。
	是年，进出口贸易总额为 848.00 亿元，而股票成交量则回升至 131.56 亿元，恒生指数年终收市则为 447.67 点。
1977 年 4 月 6 日	“香港会”与“远东会”于 1977 年正式向外发表公布，表示“两会”已达成自行合并的共识。
6 月	和记企业宣布与黄埔船坞合并。
12 月	郭鹤年在港兴建香格里拉酒店。
	多家企业如同得仕、巨川国际、王氏港建及万威科技等相继创立。
	是年，进出口贸易总额为 935.00 亿元，而股票成交量则萎缩至 61.27 亿元，恒生指数年终收市则为 404.02 点。
1978 年 11 月	包玉刚秘密飞抵北京，与刚复出的国家领导人邓小平会面，了解中国发展的方向。
12 月 16 日	中美两国宣布从 1979 年 1 月 1 日起建立正常外交关系。
12 月 18 日	中共中央第 11 届三中全会在北京召开，订立经济改革的方向。
	年底，中东再爆发战争，伊朗与伊拉克兵戎相见，国际油价迅速飙升。
	多家重要企业如太平协和、海虹集团及爱美高实业等相继创立。
	是年，进出口贸易总额为 816.00 亿元，而股票成交量则急升至 274.19 亿元，恒生指数年终收市则为 495.51 点。
1979 年 3 月底	中国政府向到访的港督麦理浩表示会在 1997 年收回香港主权。
4 月	港商霍英东与中方签约，计划在广州白天鹅潭畔兴建一家五星级大酒店。
5 月 9 日	立法局会议上通过了《1979 年石油（节省及管制）条例》。
7 月	以利铭泽为首的香港社会精英与广州岭南置业签约，兴建另一家五星级酒店——广州花园酒店。
9 月 25 日	深夜 11 时 30 分，长江实业的李嘉诚宣布集团已从汇丰手中收购了 9 000 万股和记黄埔的普通股，成为该集团的单一最大股东。
10 月 4 日	中国国际信托投资公司在北京成立，港商王宽诚、李嘉诚、霍英东等获邀加入公司董事局。
	是年，进出口贸易总额为 1 275.00 亿元，而股票成交量为 256.33 亿元，恒生指数年终收市则为 879.38 点。
1980 年	香港股市承接上一年的升势，交投畅旺。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续 表）

6月	香港置地公司与包玉刚就九龙仓的控股权问题展开收购战。
6月20日	怡和公司突然宣布增持置地公司股份。
6月23日	包玉刚以每股105元高价向市场收集不超过五成的九龙仓股权，成功取得该公司的控股权。
7月	香港联合交易所联会成立。
8月	立法局通过《1980年证券交易所合并法案》。
11月17日	由于股市交投过分活跃，4家交易所一致同意只开市半天，下午时间休市。
	是年，进出口贸易总额为2 098.00亿元，而股票成交量则升至700.41亿元，恒生指数年终收市则为1 473.59点。
1981年1月	李嘉诚出任和记黄埔主席。
6月	股市急涨，恒生指数升上1 700点水平。
8月	康力投资及世纪城市上市。
10月	“联交所”以内部选举的方法产生了第一管理委员会，其中主席为胡汉辉，副主席为李福兆、湛兆霖、王启铭及马清忠。
	多家大型企业如佐丹奴、建生电子、品质国际及伊利安达等分别创立，至于信和置业及希慎兴业则相继上市。
	是年，进出口贸易总额为2 605.00亿元，而股票成交量则升至1 059.70亿元，恒生指数年终收市则为1405.82点。
1982年6月中	邓小平在北京接见了港澳著名人士费彝民、王宽诚及马万琪等，再次表示会在1997年后恢复行使香港主权。
9月24日	撒切尔夫人在北京会见中国国家领导人邓小平，讨论香港的主权。
12月2日	受投资信心薄弱影响，恒生指数跌至637.18点水平。
	汤臣太平洋及建新营造等相继上市。
	是年，进出口贸易总额为2 702.00亿元，而股票成交量萎缩至462.72亿元，恒生指数年终收市则为783.82点。
1983年1月	中国海洋石油在港设立代表处。
7月1日	英方向中方提出“以主权换治权”的建议，遭到中方拒绝。
7月8日	华润集团在港成立。
8月	股市气氛低沉，英资大举沽货，恒生指数继续沉底。
9月10日	邓小平会见英国前首相希思，明确表明中方坚决收回香港主权。该月，港元兑美元价格狂跌不止。
	多家大型企业如凯联国际酒店、森那美香港及三泰实业等分别成立。
	是年，进出口贸易总额为3 361.00亿元，而股票成交量减至371.66亿元，恒生指数年终收市则为874.94点。
1984年3月28日	怡和公司主席S.凯瑟克宣布集团总部将迁册百慕大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

(续　表)

6月中	因传闻中、英谈判有进展,加上港元转强而消除了加息压力,买盘增多,指数重上1 000点关口。
8月初	受英国外相贺维访问北京后发表中方将会确保香港司法、行政及经济体系消息影响,股市买卖活跃。
9月26日	中英达成协议,草签了《中、英联合声明》,并在12月底公布。
	同月,4家交易所宣布合并成为香港联合交易所,并将在1986年4月2日正成投入运作。
	多家大型企业如电视企业、彩星地上、蚬壳电器及德昌电机等相继上市。
	是年,进出口贸易总额为4 448.00亿元,而股票成交量有488.07亿元,恒生指数年终收市则为1 200.38点。
1985年年初	香港期货交易所有限公司获政府批准开业。主席为湛佑森,副主席则为李福兆。
5月6日	期货交易所开始买卖恒生指数期货合约。
7月30日	香港联合交易所主席胡汉辉病逝,主席一职由李福兆担任。
	多家企业如开达实业、乐声电子及富丽华酒店等相继上市。
	是年,进出口贸易总额为4 804.00亿元,而股票成交量升至754.49亿元,恒生指数年终收市则为1 752.45点。
1986年3月27日	香港证券交易所、远东交易所、金银证券交易所及九龙证券交易所在收市后共同停止营业,并正式合并为香港联合交易所。
4月2日	早上10时整,香港联合交易所正式投入运作,主席李福兆邀请彭励治、易成礼及林定国等人在交易大堂内进行一场简单的买卖仪式。
9月22日	"联交所"被国际交易所联会接纳为正式会员。
10月6日	交易所再举办一场盛大的开幕典礼。
	多家企业如玉郎机构、伟易达、大东电报及大家乐等先后上市。
	是年,进出口贸易总额为5 524.00亿元,而股票成交量升至1 231.42亿元,恒生指数年终收市则为2 568.30点。
1987年10月19日	香港电话公司与香港大东电报局合并成为香港电讯,同日,受外围股市急跌影响,香港股市大泻420.81点。
10月20日	早上8时30分,"联交所"管理层召开紧急会议,并指按《香港联合交易所规则》赋予的权力,停市4天。
10月24日	股市跌幅更大,单日跌去1 120.70点。
10月25日	"期交所"主席湛佑森及副主席李福兆辞职,空缺分别由地下铁路公司主席李敦及助理证券专员霍秉义补上。
11月16日	港府宣布成立证券业检讨委员会。
	多家企业如陆氏实业、熊谷组、大新金融、东方报业及太平协和等先后上市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续 表）

	是年，进出口贸易总额为 7 559.00 亿元，而股票成交量为 3 714.19 亿元，恒生指数年终收市则为 2 302.75 点。
1988 年 1 月 2 日	廉政公署人员用防止贿赂条例第九条拘捕“联交所”前主席李福兆、前行政总裁辛汉权及前上市部经理曾德雄。
	“联交所”委员会被政府勒令隔离，并将权力转移给一个以余金城为主席的 14 人管理委员会，而行政总裁一职则由霍礼义接替。
6 月 2 日	证券业检讨委员会完成耗时达 7 个月的相关调查，并发表了一份名为《香港证券业的运作与管理》(俗称《戴维森报告书》)的报告。
6 月 3 日	立法局宣布成立管制联合交易所和期货交易所的法例小组。
7 月 13 日	立法局三读通过《1988 年证券(公开权益)条例》，规定任何人士若持有上市公司 10%或以上股份，即须公开其股份权益。
7 月 20 日	“联交所”举行特别大会，通过修改交易所组织章程的特别决议案。
10 月 18 日	联合交易所终于按修订后的章程，顺利产生首届共有 22 人的理事会，利国伟被选为主席，冯永祥及关昌燿当选副主席，行政总裁则由袁天凡出任。
8 月 18 日	冼祖昭、王启铭、马清忠、湛兆霖、钟立雄及李国麟等 6 人被廉署落案，控以贪污受贿的罪名。
	多家企业如鸿运电子、景福集团、保华集团、瑞安建业及第一太平等相继成立。
	是年，进出口贸易总额为 9 918.64 亿元，而股票成交量为 1 994.80 亿元，恒生指数年终收市则为 2 687.44 点。
1989 年 1 月底	“联交所”及证券及期货事务监察委员会共同发出咨询文件，就购回股份立下严格指引。
3 月	政府按《戴维森报告书》建议，成立香港中央结算有限公司。
4 月 12 日	立法局三读通过《1989 年证券及期货事务监察委员会条例》。
5 月 1 日	政府正式宣布成立证券及期货事务监察委员会。
5 月	北京发生了春夏之交的“政治风波”。
5 月 17 日	“联交所”发出规管上市公司迁册指引。
5 月底	恒生指数下跌至 2 743.87 点。
6 月 5 日	恒生指数从 2 675.38 点急挫至 2 093.61 点，单日跌了 581.77 点，跌幅达 21.7%。
12 月 1 日	立法局三读通过《1989 年证券(交易所上市)规则》。
	多家企业如 ASM 太平洋、星晨集团、大同香港及孙福记等先后上市。另一方面，企业迁册问题则愈来愈严重。
	是年，进出口贸易总额为 11 333.00 亿元，而股票成交量为 2 991.46 亿元，恒生指数年终收市则为 2 836.57 点。
1990 年年中	廉署起诉李福兆。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续 表）

10 月 18 日	陪审团以 5 比 2 裁定李氏受贿罪成立，李氏总共要入狱 4 年。
12 月 17 日	汇丰银行宣布已在英国成立控股公司。
	多家企业如八佰伴、新鸿基香港工业、创科实业及国际德祥等先后上市，至于企业迁册之风持续。
	是年，进出口贸易总额为 12 824.00 亿元，而股票成交量为 2 887.14 亿元，恒生指数年终收市则为 3024.55 点。
1991 年 1 月 16 日	美国派兵攻打伊拉克并迅速解除该国武装。
7 月初	中英两国就新机场计划达成谅解备忘录。
11 月初	美国国务卿访问中国。
10 月底	连同李福兆等 8 名前管理层被押上法庭，展开了长达 8 个多月的审讯。
12 月 31 日	英国政府宣布卫奕信将会在 1992 年中退休后离任。
	多家企业如亚洲企业、长城电子、安历士、星光国际、明报企业、金源米业及嘉利美商等先后上市，企业迁册不止。
	是年，进出口贸易总额为 15 448.00 亿元，而股票成交量为 3 341.03 亿元，恒生指数年终收市则为 4 297.33 点。
1992 年 4 月 24 日	英国首相府宣布委任保守党前主席彭定康为香港最后一任港督。
6 月中	“联交所”管理层贪污受贿案审结，8 名被告罪名不成立。
6 月 23 日	法官接纳陪审团的决定，判 8 名被告无罪，当庭释放。
7 月 15 日	海虹集团上市。
8 月 12 日	港府下令调查以联合集团为首的 10 家上市公司。
9 月 7 日	怡和集团将第一上市地位移往伦敦，香港则降作第二上市地位。
10 月初	“联交所”公布 9 家国企股计划来上市。
10 月 7 日	彭定康发表首份施政报告，而提出的政改方案，遭中方激烈抨击。
10 月中	中方公开反对英方建议动用土地基金注资新机场计划。
10 月底	港澳办主任鲁平批评政改方案“三违反”，使股市急跌。
11 月初	因中资大举涌入，股市掉头攀升。
11 月 6 日	华润集团宣布斥资 1.74 亿元购入华人银行 15%的股权。
11 月 12 日	恒生指数升至 6 447.11 点历史高位。
11 月 14 日	北京再次表明中国政府绝对不会接纳彭定康的政改方案。
11 月 16 日	副总理朱镕基公开表示中方强烈反对港府单方提出的政制安排。
11 月 30 日	下午，新华社发表声明，表示中方不会承认英方单方面签署而跨越 1997 年的任何合约。
12 月 1 日	指数急挫 308.92 点。
12 月 17 日	新华社发表评论文章，批评怡和集团。
	多家大型企业如保昌集团、运通泰、凌电集团及毅力工业等相继上市，企业迁册潮渐退。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续　表）

	是年，进出口贸易总额为 18 802.00 亿元，而股票成交量为 7 005.80 亿元，恒生指数年终收市则为 5 512.39 点。
1993 年 1 月 14 日	恒生指数单日急升 200 多点。
4 月 13 日	中、英两国同时宣布即将举行有关政制改革的会议。
7 月 29 日	青岛啤酒正式上市。
9 月 12 日	郭鹤年收购南华早报 34.9%股权，成为单一最大股东。
10 月 6 日	彭定康发表第二份施政报告，重新阐明政改方案的立场。该月，由于外资不断涌入，股市屡创新高。
11 月底	中、英互骂，股市急跌。
12 月 15 日	中国外交部表示，1997 年的“直通车”方案将无法达成。同月，股市又在外资涌入的带动下升穿 10 000 点的关口。
	多家大型企业如迪生建筑、国基控股、耐力国际、香格里拉、俊和集团和宜进利等相继上市。
	是年，生产总值为 8 796 亿元，股票成交量为 12 226.80 亿元，恒生指数年终收市则为 11 888.39 点。
1994 年 3 月 23 日	怡和集团宣布自 12 月 31 日起，终止其集团在香港的第二上市地位。3 月 23 日，恒生指数反复滑落至 9 029.91 点。
5 月 4 日	受怡和集团淡出香港影响，恒生指数进一步回落至 8 369.44 点。
7 月 8 日	恒生指数服务公司于 1994 年推出“恒生中国企业指数”，基点为 1 000。
9 月 9 日	受中国经济重拾升轨的刺激，恒生指数重上 10 000 点水平。
10 月	股市淡风又起，指数反复回落至 12 月 12 日的 7 707.78 点。
	多家企业如安利控股、吉之岛、广南集团、镇海炼化、哈尔滨动力、香港联想、万顺昌及维他奶等相继上市，至于企业迁册风潮则逐渐停止。
	是年，股票成交量为 11 374.10 亿元，恒生指数年终收市则为 8 191.04 点收市。
1995 年 1 月 13 日	指数进一步滑落至 7 252.34 点。
3 月 28 日	受中外资金涌入带动，指数升上 8 827.93 点。
5 月 2 日	中国银行正式发钞。
7 月 31 日	指数持续升至 9 453.42 点。
9 月 17 日	立法局选举顺利完成，民主派赢得了压倒性的胜利。
10 月初	外交部长钱其琛访英，就香港问题与英国达成 4 项共识。
	多家大型企业如吉林化工、美联物业、五丰行、方正香港及太平洋等相继上市。
	是年，股票成交量为 8 268.0 亿元，恒生指数年终则以 10 073.39 点收市。
1996 年 1 月 25 日	联交所的“自动对盘系统”正式投入服务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（续 表）

4月底	中信泰富增持国泰航空股权。
9月11日	香港特别行政区选举会员会在第三次会议上推举董建华为香港特区的首任行政长官。
9月27日	两国再就主权移交仪式达成协议。
	多家大型企业如经纬纺织、恒基中国、冠华国际、上海实业、广东科龙、安徽皖通、新华制药等陆续上市。
	是年，股票成交量为14 144.4亿元，恒生指数年终收市则为13 451.45点。
1997年2月19日	中国政府证实邓小平因病去世。
6月6日	香港电讯宣布，大东电报局以每股14.25元出让5.5%香港电讯权益予中国电讯。
6月30日	晚上11时45分，中英两国举行香港政权移交仪式，英国皇储查尔斯致词后降下英国国旗及香港旗。
7月1日	凌晨1时30分，中华人民共和国政府举行香港特别行政区成立暨特区政府宣誓就职仪式，以董建华为首的特区领导班子宣誓就职。
7月1日	清晨3时整，香港特区政府发出首份《政府宪报》，委任行政会议正副秘书及各级法院的常设法官。
7月2日	泰铢遭受对冲基金狙击，亚洲金融风暴骤起。
8月7日	恒生指数报收16 673.27点。
10月20日	美资国际对冲基金狙击港元，扯高香港银行同业拆息，港股急挫。
10月27日及28日	恒生指数在两日内跌2 084.45点，跌穿10 000点。特区政府坚持港元汇率不变。
11月12日	受利息高企及对冲基金的不断冲击，指数下跌至9 607.91点。
12月22日	传闻对冲基金无功而退，港股略微回升至10 172.47点。
	多家大型企业如江西铜业、东方航空、北京燕化、理文集团、北京大唐、唯冠国际、第一拖拉机、南方航空等先后上市。
	是年，股票成交量为37 889.6亿元，恒生指数年终则以10 722.76点收市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

附录二 参考资料

甲、英文资料

一、政府档案

"Report of the Stocks and Shares Commission", 1925, *Hong Kong Legislative Council Sessional Papers*, 22 October 1925, pp. 103-109.

CO 129. 246. 19594, 1890, "Sales of Shares in Limited Liability Companies", *Dispatch of the Acting Governor F. Fleming to Lord Knutsford*, 2 September 1890.

CO 129. 246. 20524, 1890, "Sales of Stocks and Shares", *Dispatch of the Acting Governor F. Fleming to Lord Knutsford*, 12 September 1890.

CO 129. 250. 18313, 1891, "Ordinance No. 15 of 1891: Sales of Shares", *Dispatch of the Acting Governor G. D. Barker to Lord Knutsford*, 7 August 1891.

CO 129. 251. 19832, 1891, "Sale of Shares Ordinance: Petition Protesting against the Sale of Shares Ordinance", *Dispatch of the Acting Governor G. D. Barker to Lord Knutsford*, 2 September 1891.

CO 129. 251. 20114, 1891, "Petition against the Sale of Shares Ordinance: Further Respecting", *Dispatch of the Acting Governor G. D. Barker to Lord Knutsford*, 7 September 1891.

CO 129. 256. 21226, 1892, "Working of the Sale of Shares Ordinance No. 15 of 1891", *Dispatch of the Governor W. Robinson to Lord Knutsford*, 2 September 1892.

CO 129. 411. 25197, 1914, "Gambling in Company Shares", *Dispatch of the Governor F. H. May to L. Harcourt*, 16 June 1914.

CO 129. 416. 12923, 1914, "Gambling in Company Shares", *Dispatch of the Foreign Office to Secretary of State*, 7 April 1914.

CO 129. 426. 13930, 1915, "Dealing in Companies Shares in China", *Dispatch of the Foreign Office to Secretary of State*, 24 March 1915.

CO 129. 488. 29005. 1925. "Strike Situation", *Dispatch of the Governor R. E. Stubbs to Secretary of State*, 26 June 1925.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Historical and Statistical Abstract of the Colony of Hong Kong: 1841 - 1930, 1932, Hong Kong: The Government Printer.

Hong Kong Legislative Council Sessional Papers (various years), Hong Kong: Government Printer.

Hong Kong Trade and Shipping Returns, 1921 - 1941, Hong Kong: Government Printer.

Interim Report of Inspectors Appointed by the Financial Secretary into the Affairs of Paul Lee Engineering Company Limited, 1974, HKPRO: RID - BK - 005220.

"Ordinance No. 1 of 1865", 1865, *The Hong Kong Government* Gazette, 1865, pp. 103 - 141. Hong Kong: The Government Printer.

"Ordinance No. 15 of 1891", 1891, The Hong Kong Government Gazette, 1891, p. 711. Hong Kong: The Government Printer.

The Hong Kong Government Gazette (various years), Hong Kong: Government Printer.

The Hong Kong Government Gazette Extraordinary (various years), Hong Kong: Government Printer.

二、商业档案

Far East Exchange Limited, 1970 - 1986, *Year Book*, Hong Kong: The Limited

Files Relating to the Voluntary Liquidation of Companies, 1952, HKPRO: HKRS - 95 - 1.

Hong Kong Futures Exchange Limited, 1986, *Hong Kong Futures Exchange Limited*, Hong Kong: The Limited.

Hong Kong Stock Report, January 1970, Hong Kong: Hang Seng Bank.

Japanese-Owned Shares in Companies Registered in Hong Kong, 1946 - 1951, HKPRO: HKRS - 41 - 1 - 1614.

Kam Ngan Stock Exchange Limited, 1972 - 1980, *Annual Report*, Hong Kong: The Limited.

Kowloon Stock Exchange Limited, 1972 - 1982, *List of Members*, Hong Kong: The Limited.

Microfilm Records of Hong Kong Stock Exchanges, 1941 - 1986, HKPRO: HKMS144 - 1 (15 - 20).

Stocks & Shares, 1947, HKPRO: HKRS - 170 - 1 - 234.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

The Directory and Chronicle for China, Japan, Corea & etc., 1914－1930, Hong Kong: Hong Kong Telegraph.

The Hong Kong Stock Exchange Limited, 1965－1986, *Year Book: Comparative Figure*, Hong Kong: The Stock Exchange of Hong Kong Limited.

The Hongkong Directory and Hong List for the Far East, 1891－1893, Hong Kong: Hong Kong Telegraph.

The Stock Exchange of Hong Kong Limited, 1986－1998, *The Fact Book*, Hong Kong: The Stock Exchange of Hong Limited.

——, 1991, *The Stock Exchange of Hong Kong*, Hong Kong: The Stock Exchange of Hong Kong Limited.

——, 1998, *Hundred Years of the Stock of Exchange of Hong Kong*, Hong Kong: The Stock Exchange of Hong Kong Limited.

Voluntary Liquidation of the Hong Kong Stock Exchange and the Hong Kong Sharebrokers' Association, 1946. HKPRO: HKRS－41－1－784.

Who's Who in the Far East, 1906. Hong Kong: The China Mail.

三、报刊资料

Far Eastern Economic Review (various years).

Financial Times (various years).

Hong Kong Standard (various years).

South China Morning Post (various years).

The China Mail (various years).

The Daily Press (various years).

The Hong Kong Telegraph (various years).

The Star (various years).

Stock Market Artifacts and Archives Collection: Oral History, 1997, Hong Kong: Centre of Asian Studies.

四、专题著作

Alford, R. G., 1881a. "Recent Property Sales", *The China Mail*, 26 May 1881.

——, 1881b. "The Land Mania in Hong Kong", The *China Mail*, 16 December 1881.

Barrie R. & G. Tricker, 1991, Shares in Hong Kong: *One Hundred Years of Stock Exchange Trading*, Hong Kong: The Stock Exchange of Hong Kong Limited.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Belilios, E. R., 1891, "Short Sellers of Shares in Public Companies", *The Daily Press*, 25 June 1891.

Blake, C., 1960, *Charles Elliot*, R. N. (1801 - 1875): *A Servant of Britain Overseas*. London: Cleaver-Hume Press.

Chan, W. K., 1991, *The Making of Hong Kong Society: Three Studies of Class Transformation in Early Hong Kong*, Oxford: Clarendon Press.

Chau, T. T., 1991, "Approaches to Succession in East Asia Business Organizations," *Family Business Review*, Vol. 6. pp. 161 - 180.

Ching, F., 1999, The Li Dynasty: *Hong Kong Aristocrats*, Hong Kong: Oxford University Press.

Chiu, T. N., 1973, *The Port of Hong Kong: A Survey of Its Development*, Hong Kong: Hong Kong University Press.

Chou, K. R., 1966, The Hong Kong Economy: *Miracle of Growth*, Hong Kong: Academic Publication.

Cottrell, R., 1993, End of Hong Kong: *Secret Diplomacy of Imperial Retreat*, London: John Murray.

Coates, A., 1980, Whampoa: *Ships on the Shore*, Hong Kong: South China Morning Post.

Collis, M., 1965, Wayfoong: *The Hong Kong and Shanghai Banking Corporation*, London: Faber.

Crisswell, C. N., 1981, *The Taipans: Hong Kong's Merchant Princes*, Hong Kong: Oxford University Press.

Eitel, E. J., 1983, *Europe in China*, Hong Kong: Oxford University Press.

Endacott, G. B., 1958, *A History of Hong Kong*, London: Oxford University Press.

——, 1964, *An Eastern Entrepot: A Collection of Documents Illustrating the History of Hong Kong*, London: Her Majesty's Stationery Office.

England, V., 1998, *The Quest of Noel Croucher: Hong Kong's Quiet Philanthropist*, Hong Kong: Hong Kong University Press.

——, V., 2004, *The Croucher Foundation: The First 25 Years*, Hong Kong: The Croucher Foundation.

Espy, J., 1974. "The Hong Kong Textiles Limited", in Nehrt, L. C. et al (eds.)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Managerial Policy, Strategy and Planning for Southeast Asia, pp. 273 – 293, Hong Kong: The Chinese University of Hong Kong.

Fukuyama, F., 1995, Trust: *The Social Virtues and the Creation of Prosperity*, London: Hamish Hamilton.

Grantham, A., 1965, *Via Port: From Hong Kong to Hong Kong*, Hong Kong: The University of Hong Kong.

Hall, T. E. & J. D. Ferguson, 1998, *The Great Depression: An International Disaster of Perverse Economic Policies*, Ann Arbor: The University of Michigan Press.

Harriman, G., 1946, "Re-Opening of Hong Kong Share Market and Prohibition of Dealing in Securities", *South China Morning Post*, 2 March 1946.

He, D., 1993, *The Stock Market and Industrial Finance in Economic Development: The Case of Hong Kong*, Ph. D. Dissertation. London: University of London.

Hewett, E. A., 1921, "Hong Kong Chamber of Commerce: Brief History from 1861 – 1911", *China Mail 76th Anniversary Number*. March 1921, pp. 45 – 54, Hong Kong: The China Mail.

Hicks, G., 1993, *Overseas Chinese Remittances from Southeast Asia: 1910 – 1940*, Singapore: Selected Books.

Ho, P. T., 1976, *The Ladder of Success in Imperial China: Aspects of Social Mobility: 1368 – 1911*, New York: Da Capo Press.

Hutcheon, R., 1986, *Wharf: The First Hundred Years*. Hong Kong: Wharf (Holdings) Limited.

Keswick, M., 1982, *The Thistle and the Jade: A Celebration of 150 Years of Jardine, Matheson & Co.*, London: Octopus Books.

King, F., 1987, *The Hong Kong Bank in Late Imperial China, 1864 – 1902* (Vol. 1 – 2), London: Cambridge University Press.

Kirzner, I., 1973, *Competitive and Entrepreneurship*, Chicago: University of Chicago Press.

Kotewall, R. H., 1925, *Kotewall Report: The Strike of 1925*, HKPRO: RID – BK – 001993.

Kraar, L., 1995, "The Death of Hong Kong", *Fortune*, 26 June 1995, Vol. 131, No. 12. pp. 40 – 52. New York: C. Stuart Arnold.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Ma, M., 1967, *The Riot in Hong Kong*, Hong Kong: Ting Cheung Printing Company.

Merton, R. K., 1968, *Social Theory and Social Structure* (enlarged edition), New York: The Free Press.

Morse, H. B., 1910, *The International Relations of the Chinese Empire: 1834 - 1860*, Vol. 1. Shanghai: Kelly & Walsh.

Munn, C., 1997, *Anglo-China: Chinese People and British Rule in Hong Kong: 1841 - 1870*, Ph. D. Thesis, Toronto: University of Toronto.

Murphy, R., 1990, *Social Closure: The Theory of Monopolization and Exclusion*, London: Oxford University Press.

Neal, L., 1990, *The Rise of Financial Capitalism: International Capital Markets in the Age of Reason*, Cambridge: Cambridge University Press.

Nelson, J. M., 1889a, "Mining Industries in the Malay Peninsula", *The Hong Kong Telegraph*, 5 February 1889.

——, 1889b, "Punjoms", *The Hong Kong Telegraph*, 18 February 1889.

Nissim, R., 1998, Land Administration and Practice in Hong Kong, Hong Kong: The University of Hong Kong.

O'Hara, W. T., 2003, *Centuries of Success*, Massachusetts: Adam Media.

Parkin, F., 1979, *Marxism and Class Theory: A Bourgeois Critiques*, New York: Columbia University Press.

Patten, C., 1998, *East and West: China, Power, and the Future of Asia*, New York: Times Books.

Redding, S. G., 1990, *The Spirit of Chinese Capitalism*, New York: De Gruyter.

Rostow, W. W., 1960, *The Stages of Economic Growth: A Non-Communist Manifesto*, Cambridge: Cambridge University Press.

Salaff, J., 1981, *Working Daughters of Hong Kong: Filial Piety or Power in the Family*, Cambridge: Cambridge University Press.

Say, J. B., 1867, *A Treatise on Political Economy*, Philadelphia: J. B. Lippincott & Co.

Schenk, C., 2003, "Banking Crises and the Evolution of the Regulatory Framework in Hong Kong, 1945 - 1970", *Australian Economic History Review*, Vol. 43, No. 2, pp. 140 - 154.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

——, 2004. "Regulatory Reform in an Emerging Stock Market: The Case of Hong Kong", *Financial History Review*, Vol. 11, No. 2, pp. 139-163.

Schumpeter, J. A., 1934, *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*, Cambridge: Harvard University Press.

Scott, I., 1989, *Political Change and the Crisis of Legitimacy in Hong Kong*, Hong Kong: Oxford University Press.

Sinn, E., 1989, Power and Charity: *The Early History of Tung Wah Hospital*, Hong Kong: Oxford University Press.

Skeldon, R., 1991, "Emigration, Immigration and Fertility Decline: Demographic Integration or Disintegration", in Y. W. Sung & M. K. Lee (eds.) *The Other Hong Kong Report: 1991*, pp. 233-258, Hong Kong The Chinese University Press.

Szczepanik, E., 1958, *The Economic Growth of Hong Kong*, Hong Kong: The University of Hong Kong.

Tam, S., 1990, "Centrifugal Versus Centripetal Growth processes: Contrasting Ideal Type for Conceptualizing the Developmental Patterns of Chinese and Japanese Firms", in Clegg, S. R. and S. G. Redding (eds.) *Capitalism in Contrasting Cultures*, pp. 153-183. Berlin: Walter and Gruyter.

Waldron, S. E., 1972, Fire on the Rim: *A Study in Contradictions in Left-Wing Political Mobilization in Hong Kong* 1967, Ph. D. Dissertation, New York: Syracuse University.

Weber, M., 1947, *The Theory of Social and Economic Organization*, Translated by A. R. Henderson & T. Parsons, London: William Hodge & Co. Ltd.

Wong, K. A., 1986, "The Hong Kong Stock Market: Its Development and Control", in R. H. Scott, K. A. Wong & K. H. Yan (eds.) *Hong Kong's Financial Institutions and Markets*, pp. 57-78, Hong Kong: Oxford University Press.

Wong, S. L., 1985, "The Chinese Family Firm: A Model", *The British Journal of Sociology*. *Vol*. 36, No. 1, pp. 58-72.

——, 1988, Emigrant Entrepreneurs: Shanghai Industrialists, Hong Kong: Oxford University Press.

Yen, C. H., 1985. *Coolies and Mandarins: China's Protection of Overseas Chinese During the Late Ching Period: 1851-1911*, Singapore: Singapore University Press.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Yeung, W., 2000, "Limits to the Growth of Family-Owned Business? The Case of Chinese Transnational Corporations from Hong Kong", *Family Business Review*, Vol. 13, pp. 55 - 70.

乙、中 文 资 料

一、政府档案

《香港证券业的运作与监察：证券业检讨委员会报告书》(简称《戴维森报告书》)，1988，香港：政府印务局。

香港政府拓展署，1993，《新市镇发展二十年》，香港：政府印务局。

二、商业档案

《香港股票手册》，1973，香港：金银证券交易所。

《香港股票投资手册》，1983，香港：经济研究社。

《香港股票资料手册》，1973～2001，香港股票研究中心。

三、报刊资料

《大公报》(各年)。

《工商日报》(各年)。

《快报》(各年)。

《投资周刊》(各年)。

《每周经济评论》(各年)。

《明报晚报》(各年)。

《股市周报》(各年)。

《股市新闻报》(各年)。

《股市经济周报》(各年)。

《金银证券月报》(各年)。

《信报》(各年)。

《南方网》。2004 年 8 月 12 日。http://www.southcn.com/news/gdnews/sz/dxp/hyxp

《星岛日报》(各年)。

《星岛晚报》(各年)。

《省港大罢工资料》，1980，广东：广东人民出版社。

《香港日报》(各年)。

《香港年报》(各年)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

《香港年鉴》(各年)。

《华字日报》(各年)。

《华侨日报》(各年)。

《资本杂志》(1988 年 1 月)。

《1966 年九龙骚动调查委员会报告》,1966,香港:政府印务局。

四、专题著作

丁新豹,1988,《香港早期华人社会:1841—1870》(博士论文),香港:香港大学。

小林英夫、柴田善雅,1996,《日本军政下之香港》,东京:社会评论社。

方以端,1984,《怡和洋行在华兴衰史:1832—1949》,《信报财经月刊》,总 88 期,页 106～112。

日本防卫厅防卫研究所战史室,1985,《香港作战》,北京:中华书局。

王崧兴,1985,《中日家族制度的比较研究》,载谭裕谦(编)《中日文化交流》(上册),页 51～61,香港:香港中文大学出版社。

王菊,2004,《近代上海棉纺业的最后辉煌:1945—1949》,上海:上海社会科学院出版社。

王韬,2002,《弢园文录外编》,上海:上海书店出版社。

史景迁,2001,《追寻现代中国》,台北:时报文化出版股份有限公司。

甘田,1956,《省港大罢工》,北京:通俗读物出版社。

何佩然,2004,《地换山移:香港海港及土地发展 160 年》,香港:商务印书馆。

何道明、陈宝明,1989,《香港金融与外贸》,香港:商务印书馆。

余绳武、刘存宽,1994,《十九世纪的香港》,香港:麒麟书业出版社。

冷夏,1995,《包玉刚传》,香港:天地图书有限公司。

吕景里,1984,《中资机构在港发展的新转变》,《经济一周》,1984 年 2 月 13 日,页 4～8。

——,1986,《联合交易所推动港股国际化》,《经济一周》,1986 年 4 月 7 日,页 4。

李言赋,1997,“中资企业发展概述”,载乌兰木伦(编)《发展中的香港中资企业》,页 305～344,香港:香港经济导报社。

李超源,2002,《日军袭港记》,香港:继善书室。

李福兆,1972,“主席报告”,《远东交易所 1972 年年报》,香港:该会出版。

周亮全,1997,“香港金融体系”,载王赓武(编)《香港史新编》(上册),页 324～370,香港:三联书店。

周奕,2002,《香港左派斗争史》,香港:利文出版社。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

周建华,2003,《香港政团发展与选举：1949—1997》,香港：香港迷思达蕾科艺公司。

林友兰,1980,《香港史话》,香港：香港上海印书馆。

信报财经月刊编辑室,1980,“香港上市公司的盈利与增长”,《信报财经月刊》,第 3 卷,第 10 期,页 60～71。

保良局史略编辑小组委员会,1968,《香港保良局史略》,香港：该会出版。

香港棉纺业同业公会,1973,《香港棉纺业二十五年纪念册》,香港：该会出版。

——,1980,《香港棉织业同业公会银禧纪念特刊》,香港：该会出版。

袁求实,1997,《香港回归大事记：1979—1997》,香港：三联书店。

高添强、唐卓敏,1995,《香港日占时期：1941 年 12 月—1945 年 8 月》,香港：三联书店。

张玉法,1988,《中国现代史》(下册),台北：台湾东华书局。

张忠民,2002,《艰难的变迁：近代中国公司制度研究》,上海：上海社会科学院出版社。

张俊义,1995,“二十年代初期的香港”,载余绳武、刘蜀永（编)《二十世纪的香港》,香港：麒麟书业有限公司。

张国雄,1979,“听李福兆先生一席话”,《信报财经月刊》,第 2 卷,第 12 期,页 45～50。

张顺洪,1997,《大英帝国的瓦解：英国的非殖民化与香港问题》,北京：社会科学文献出版社。

张晓辉,1997,“从香港华商的兴起看海内外华人经济的交融：1840—1949”,载《香港与近代中国国际学术研讨会论文集》,香港：香港大学亚洲研究中心。

张丽,1997,“1937—1941 年香港华资工业的发展”,载《香港与近代中国国际学术研讨会论文集》,香港：香港大学亚洲研究中心。

曹广荣,1980,“香港纺织配额制度之管理”,载香港棉织业同业公会(编)《香港棉织业同业公会银禧纪念特刊》,页 62～64,香港：该会出版。

梁美仪,1999,《家：香港公屋四十五年》,香港：香港房屋委员会。

莫凯,1997,“现代贸易体系的成长历程”,载王赓武(编)《香港史新编》(上册),页 281～323,香港：三联书店。

许家屯,1993,《许家屯香港回忆录》,台北：联经出版社。

郭廷以,1979,《近代中国史纲》(上下册),香港：香港中文大学出版社。

陈向元,1932,《以数目字论世界各国在香港贸易之地位及其金融组织》,载循环日报社（编)《循环日报六十周年纪念特刊》,页 83～136,香港：循环日报出版社。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

陈其南,1985,《婚姻,家族与社会》(下册),台北:民生书屋。

陈金华、辛磊,2005,《李嘉诚全传》,北京:中国戏剧出版社。

陈湛颐、杨永贤,2004,《香港日本关系年表》,香港:香港教育图书公司。

陈耀红,1987,“港股暴跌前后的风风雨雨”,《信报财经月刊》,总第129期,页18～24。

陆晓敏,1997,《华字日报所见十九、二十世纪之交的香港华商》,载《香港与近代中国国际学术研讨会论文集》,香港:香港大学亚洲研究中心。

彭迪先,1948,《世界经济史纲》,上海:生活书店。

曾锐生,1985,“蒋介石为何不收回香港”,载鲁言等著《香港掌故》第十集,香港:广角镜出版社。

汤开建、萧国健、陈佳荣,1998,《香港6 000年》,香港:麒麟文化出版社。

冯邦彦,1996,《香港英资财团:1841—1996》,香港:三联书店。

——,1997,《香港华资财团:1841—1997》,香港:三联书店。

——,2001,《香港地产业百年》,香港:三联出版有限公司。

——,2002,《香港金融业百年》,香港:三联出版有限公司。

冯道仁,1997,《香港回归千日风云》,香港:新天出版社。

黄尚煌,1984,“太古洋行有意撤离香港”,《经济一周》,1984年5月14日,页4～6。

黄启臣,1999,《澳门通史》,广东:广东教育出版社。

黄惠德,1978,“李嘉诚先生现身说法”,《信报财经月刊》,第2卷,第7期,页60～63。

叶德伟,1984,《香港沦陷史》,香港:广角镜出版社。

董瑞麒,1984,《世界石油工业结构之变化与石油危机》,台北:台湾商务。

廖盖隆,1984,《全国解放争战简史》,上海:上海人民出版社。

刘再明,1999,《过渡集》,香港:香港文汇出版社。

刘志英,2004,《近代上海华商证券市场研究》,上海:上海社会科学院出版社。

刘伟,1983,“北伐到抗战期间有关香港主权交涉史话”,载鲁言(编著)《香港掌故》第十集,香港:广角镜出版社。

刘蜀永,1995,“一九四九年前后英国对港政策”,载余绳武、刘蜀永(编)《二十世纪的香港》,页170～202,香港:麒麟书局。

——,1998,《简明香港史》,香港:三联书店。

潮汕历史文化研究中心,2003,《潮汕侨批萃编》(第1辑),香港:公元出版有限公司。

蔡洛、卢权,1980,《省港大罢工》,广东:广东人民出版社。

蔡荣芳,2001,《香港人之香港史:1841—1945》,香港:牛津大学出版社。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

郑宏泰、黄绍伦,2002,《香港华人的身份认同:九七前后的转变》,《二十一世纪双月刊》,第73卷,页71～84。

——,2004,《香港华人家族企业个案研究》,香港:明报出版社。

——,2005,《香港米业史》,香港:三联书店。

郑郁郎,1967,《香港的前途》,载《星岛日报》,1967年10月3日。

邓小平,1993,《邓小平文选》(第三卷),北京:人民出版社。

邓开颂、陆晓敏,1997,《粤港关系史:1840—1984》,香港:麒麟书局。

鲁言,1981,《香港掌故》(第3集),香港:广角镜出版社。

卢权、禤倩红,1997,《省港大罢工史》,广东:广东人民出版社。

霍启昌,1992,《香港与近代中国》,香港:商务印书馆。

应贤,2004,《香港货币政策与金融监管政策》,北京:中国财政经济出版社。

谢永光,1995,《三年零八个月的苦难》,香港:明报出版社。

谢全就,1979,《香港地产业》,香港:新鸿基资料研究有限公司。

关礼雄,1993,《日占时期的香港》,香港:三联书店。

苏守忠,1998,《从民运到出家:苏守忠传奇一生》,香港:明窗出版社。

饶美蛟,1997,"香港工业发展的历史轨迹",载王赓武(编)《香港史新编》(上册),页371～416,香港:三联书店。

饶余庆,1987,"股市危机中应汲取的教训",《信报财经月刊》,总第129期,页14～16。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

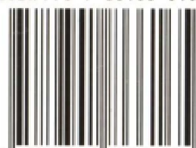
香港股市是什么？

是投资融资的交易所

是政治经济社会的晴雨表

是国际资本的角力场

ISBN 978-7-80186-616-5



定价： 50.00元